جامعة قسنطينة

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

رقم التسجيل: 17/MG/2005

الفرع: التحليل والاستشراف الاقتصادي

الموضوع

الخوصصة ودور السوق المالية في تفعيلها

" دراسة بعض التجارب المغاربية "

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية

إعداد الطالب:

بوعاملي ياسين

تحت إشراف الأستاذ:

د. درويش محمد الطاهر

أعضاء لجنة المناقشة:

د.سحنون محمود	أستاذ محاضر	جامعة قسنطينة	رئيسا
د.درويش محمد الطاهر	أستاذ محاضر	جامعة قسنطينة	مقررا
د.روابح عبد الباقي	أستاذ محاضر	جامعة قسنطينة	عضوا
د.نموشي فاروق	أستاذ محاضر	جامعة قسنطينة	عضوا

السنة الجامعية: 20010/2009

إهداء

إلى الوالدين الكريمين

كلمة شكر

الحمد لله الذي مكنني من إتمام هذه المذكرة،

فالحمد لله أول الأمر وآخره.

يسعدني أن أتقدم بالشكر والتقدير لكل من أعانني على إنجاز هذه المذكرة،

وأخص بالذكر الأستاذ المشرف الدكتور درويش محمد الطاهر على ما قدمه لي من نصائح وتوجيهات قيمة

طوال فترة إنجاز هذا العمل.

المقدمة

على مر العقود الزمنية وعلى غرار كل فترة زمنية تظهر في الفكر الاقتصادي أفكار واتجاهات تختلف عن مبادئ وسياسات الفترة التي سبقتها، وتأتي هذه الأفكار لتقديم تفسيرات وحلول لمشاكل اقتصادية سابقة عجزت عن حلها الأفكار والسياسات القائمة.

فقد ساد مذهب الليبرالية الاقتصادية منذ عهد آدم سميث في القرن الثامن عشر إلى أن وقف عاجزا عن تفسير أزمة الكساد الكبير في سنوات الثلاثينات من القرن الماضي، فهيمنت بعدها على الفكر الاقتصادي النظريات والآراء التي ترى ضرورة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية، تزامن ذلك مع حصول أغلب الدول النامية على استقلالها واعتمادها بالدرجة الأولى على القطاع العام في العملية التنموية بهدف تحقيق معدلات أكبر للتنمية، فشهد عقد السبعينات زيادة كبيرة في عدد الشركات العامة في هذه الدول تتواجد في كل المجالات الاقتصادية، إلا أن معظم هذه الشركات كانت تعاني من خسائر جعلتها عبئا على التنمية بدلا من دعمها. لكن أزمة الكساد التضخمي في الدول الغربية منذ نهاية الستينات أعادت بقوة الأفكار الاقتصادية الليبرالية الداعية إلى إبعاد الدولة عن دائرة النشاط الاقتصادي، أما معظم الدول النامية فقد وقعت في أزمة المديونية مع تراجع أسعار المواد الأولية في منتصف الثمانينات، فاضطرت إلى تطبيق برامج تعديل هيكلي وأصبحت تطبق سياسات مالية انكماشية تتمثل في التخفيض من النفقات وزيادة الإيرادات. في هذا السياق برزت سياسة الخوصصة والتي تهدف بشكل أساسي إلى توسيع قاعدة الملكية وانسحاب الدولة من النشاط الاقتصادي، وتخفيف الأعباء المالية للدولة التي تسببها شركات القطاع العام الخاسرة .

للخوصصة طرق مختلفة ولكل منها مزايا وعيوب، ويعتبر اختيار الطريقة المناسبة من أهم عناصر نجاح عملية الخوصصة، ويتوقف هذا الاختيار بدوره على مجموعة من العناصر أهمها أهداف الخوصصة وحجم الشركات التي ستتم خوصصتها، ومدى تطور الأسواق المالية وخصائص المشترين والمستثمرين. فالخوصصة عن طريق السوق المالية أحد أهم هذه الطرق، ومن المعروف أن نشأة وتطور الأسواق المالية ارتبط بتطور الرأسمالية الصناعية، إذ وجدت هذه الأسواق بهدف تسهيل التقاء العرض والطلب على رؤوس الأموال وتبادل القيم المنقولة وتمويل التنمية الاقتصادية، وأصبحت هذه الأسواق التي تتمتع بدرجة عالية من التطور في الدول المتقدمة تلعب دورا رئيسيا في عمليات الخوصصة في هذه الدول في الثمانينات خاصة في فرنسا وبريطانيا. أما في الدول النامية فإن الأسواق المالية تعتبر حديثة النشأة مقارنة مع أسواق الدول الغربية، حيث كان لتزايد أهمية هذه الأسواق في الدول المتقدمة والتي أصبحت تشكل أداة أساسية لتدعيم النمو الاقتصادي أثره المباشر بالنسبة للبلدان النامية التي تسعى لتسريع عجلة التنمية.

إن المغرب، تونس والجزائر من ضمن الدول النامية التي وقعت في أزمة المديونية واضطرت إلى تطبيق برامج للتعديل الهيكلي المدعومة من طرف المؤسسات الدولية، بما تتضمنه هذه البرامج من تقليص دور الدولة في النشاط الاقتصادي وخوصصة المؤسسات العمومية، ولذلك قام كل من المغرب وتونس بإدخال إصلاحات جذرية منذ نهاية الثمانينات على الأسواق المالية التي تعود نشأتها في هذين البلدين إلى ما قبل حصولهما على الاستقلال، أما الجزائر فقد لجأت إلى إنشاء هذه السوق في إطار هذه الإصلاحات الاقتصادية، وكان هدف هذه الدول من وراء إنشاء وإصلاح هذه الأسواق هو تكييفها مع الأوضاع الجديدة بما يمكنها من المساهمة في توفير التمويل اللازم للتنمية الاقتصادية، بالإضافة إلى إستعمالها كوسيلة لخوصصة المؤسسات العمومية.

إشكالية البحث:

لعبت الأسواق المالية في الدول المتقدمة وبعض الدول النامية دورا كبيرا في نجاح سياسة الخوصصة. وفي دول المغرب العربي، تباينت نتائج الخوصصة ومستويات تطور الأسواق المالية في كل من المغرب وتونس. أما في الجزائر فإن كلا من برنامج الخوصصة والسوق المالية مازال في مرحلة الانطلاق. وفي هذا السياق يتبادر إلى الأذهان التساؤل التالي:

ما مدى مساهمة السوق المالية في تحقيق إستراتيجية الخوصصة في دول المغرب العربي: المغرب، تونس، والجزائر في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي انتهجتها هذه الدول؟

للإلمام بالجوانب المتعددة لهذا التساؤل، تم اعتماد الأسئلة الفرعية التالية، والتي نحاول الإجابة عنها من خلال هذا البحث:

- كيف ساهمت السوق المالية في تنفيذ الخوصصة في كل من المغرب، تونس، والجزائر؟
- ما هي العلاقة بين أساليب ونتائج الخوصصة من جهة، ونمو وتطور الأسواق المالية من جهة أخرى؟
- ما مكانة الأسواق المالية في برامج الإصلاح الاقتصادي المتبعة في هذه الدول؟

فرضيات البحث:

لمعالجة هذا البحث، تم صياغة الفرضيات التي نعتبرها أكثر الإجابات احتمالا للأسئلة المطروحة، وهي تبقى دائما مطروحة للاختبار والمناقشة:

- يتطلب الإصلاح الاقتصادي بصفة عامة، وبرامج الخوصصة بصفة خاصة وجود أسواق مالية عميقة ونشيطة حتى تحقق الأهداف المرجوة منها.

- هناك تأثير متبادل بين أساليب ونتائج الخوصصة من جهة، وحجم ونمو الأسواق المالية من جهة أخرى. فالسوق المالية تساهم في تنفيذ الخوصصة، وهذه الأخيرة تؤثر على عمق واتساع السوق المالية.

أهداف البحث:

من هذا المنطلق، فإن الهدف من هذا البحث هو إبراز الطرق المتبعة في الإصلاح الاقتصادي بشكل عام وأساليب الخوصصة بشكل خاص في المغرب، تونس، والجزائر. مع إبراز المكانة التي تحتلها السوق المالية في الإصلاحات الاقتصادية والتنمية الاقتصادية في هذه الدول.

أهمية البحث:

إن الأزمة الاقتصادية التي مرت بها دول المغرب العربي تجعل من دراسة الإصلاحات الاقتصادية المتعاقبة ذات أهمية بالغة، ومن هنا تأتي هذه الدراسة لتحليل عملية الخوصصة، وكمحاولة لتسهيل فهم الدور الذي تلعبه السوق المالية في تحقيق هذه الإستراتيجية في إطار التحول نحو اقتصاد السوق.

أسباب اختيار الموضوع:

تتمثل أسباب اختيار هذا الموضوع في:

- أهمية الموضوع في ظل التحولات الاقتصادية التي تعرفها الدول المغاربية في السنوات الأخيرة، واختلاف نتائج الخوصصة ومستوى تطور أسواقها المالية بعد شروعها في الإصلاحات الاقتصادية.
- إهتمام الطالب بالتحولات الاقتصادية التي تشهدها دول المغرب العربي.

المنهج المتبع في الدراسة:

بالنظر إلى موضوع دراسة الخوصصة والأسواق المالية في إطار الإصلاحات الاقتصادية، فقد تم استعمال المناهج المتكاملة التالية:

- المنهج التاريخي: وهذا من خلال تتبع تطور مسار الخوصصة وتطور الأسواق المالية في المغرب، تونس، والجزائر.
- المنهج الوصفي التحليلي: وذلك لفهم ظاهرة الخوصصة وعلاقتها بالأسواق المالية بهدف الإلمام بمختلف جوانبها، ثم تحليل الأرقام والإحصائيات والتقارير التي تم جمعها بهدف الوصول إلى نتائج البحث.

صعوبات البحث:

في إطار إعداد هذا البحث، تعرض الباحث لصعوبات أهمها:

- النقص الفادح في المراجع التي تتناول علاقة الخوصصة بالأسواق المالية.

- نقص المعلومات والإحصائيات حول الخوصصة في الجزائر، وتأخر صدور الإحصائيات الحديثة بالنسبة للمغرب وتونس.
- الضيق الشديد للسوق المالية في الجزائر مما حرم الطالب من دراسة تطور بعض المؤشرات الخاصة بهذه السوق

هيكل البحث:

للإحاطة بجوانب الموضوع تم تقسيم هذا البحث إلى ثلاثة فصول:

- يتناول الفصل الأول السياق التاريخي لنشوء مفاهيم الخوصصة، ومختلف الجوانب النظرية المتعلقة بها من خلال إبراز دوافع الدعوة إلى تبنيها، الأهداف المرجوة من تطبيقها، والشروط اللازم توفرها لنجاح هذه السياسة.
- في الفصل الثاني تم التطرق للجوانب النظرية لأسواق الأوراق المالية والدور الذي يمكن أن تلعبه في تحقيق التنمية الاقتصادية بشكل عام، وخوصصة المؤسسات العمومية بشكل خاص.
- أما الفصل الثالث فقد تناول مسار الإصلاحات الاقتصادية في المغرب، تونس، والجزائر بشكل عام وخوصصة المؤسسات العمومية في هذه الدول بشكل خاص، والدور الذي لعبته الأسواق المالية المحلية في تنفيذ الخوصصة، مع إبراز آثار هذه الأخيرة على هذه الأسواق.

أما الخاتمة فقد تضمنت خلاصة لهذا البحث تتضمن بعض النتائج والتوصيات، وفي الأخير أرجو من الله الكريم أن أكون قد وفقت في دراسة وتحليل وعرض هذا الموضوع.

الفصل الأول: حول الخوصصة

بعد الحرب العالمية الثانية أصبح الدور الاقتصادي للدولة يكتسي أهمية كبيرة، وذلك في جميع بلدان العالم على اختلاف أنظمتها الاقتصادية والاجتماعية ودرجات تطورها، وفي الدول العربية ودول نامية أخرى في أمريكا اللاتينية وآسيا وسعت الحكومات دائرة نفوذها في الخمسينات من القرن الماضي مع نهاية المرحلة الاستعمارية. أما سنوات السبعينات والثمانينات فشهدت اتجاها عالميا قويا للعودة إلى الليبرالية بمفهومها الأصلي التقليدي الذي يرتكز على مبدأ الملكية الخاصة لوسائل الإنتاج وإطلاق قوى السوق لتعمل بحرية كاملة. في خضم هذه التحولات ظهرت الخوصصة لتدعو الدولة إلى التخلي عن الأداة الرئيسية التي تستخدمها في تدخلها في النشاط الاقتصادي ،أي القطاع العام ليأخذ القطاع الخاص مكانه.فما هو السياق التاريخي لنشوء مفهوم الخوصصة؟ وما هي الدوافع والأهداف التي تقف وراء الدعوة إلى تبني هذه السياسة؟

للإجابة على هذه التساؤلات سوف تتم هيكلة هذا الفصل في ثلاثة مباحث كما يلي:

المبحث الأول: ماهية الخوصصة

المبحث الثاني: دوافع الخوصصة وأهدافها

المبحث الثالث: شروط وأساليب الخوصصة

1-1- ماهية الخوصصة

ترتبط الإصلاحات الهيكلية ومنها خوصصة المؤسسات العمومية التي انتهجتها الدول السائرة في طريق النمو منذ بداية سنوات الثمانينات بالتغير في مفهوم الدور الاقتصادي للدولة،الذي نشرته الليبرالية في أغلب بلدان العالم.

1- 1-1- دور الدولة في الفكر الاقتصادي:

تعتبر الدولة متعاملا ضمن باقي المتعاملين الاقتصاديين، تقوم منذ ظهورها بمجموعة من المهام تعتبر تقليدية، ولازالت هذه المهام قائمة إلى اليوم مثل إقامة العدالة، ضمان الأمن، حماية الحدود الإقليمية، جباية الضرائب وسك النقود، إلا أن ثمة مهاما اعتبرت متغيرة من دولة إلى أخرى، ومن عصر إلى آخر، بفعل الكثير من المتغيرات و الوقائع الاقتصادية.[1] وقد تطور مفهوم دور الدولة في الاقتصاد بتطور مدارس الفكر الاقتصادي.

أ- دور الدولة في فكر المدرسة التجارية:

ساد فكر المدرسة التجارية في أوروبا في الفترة الممتدة بين القرنين السادس عشر والثامن عشر.حسب رواد هذه

[1] عبد المجيد قدي: المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية،الجزائر،2003، ص05.

المدرسة، تكمن قوة الدولة في حجم ما تملكه من ثروة ممثلة في تلك الفترة في المعادن الثمينة خاصة الذهب والفضة، ولذلك لابد من الحصول على مزيد من الثروة لتقوية الدولة القومية، الأمر الذي يتطلب إخضاع عمليات التجارة الخارجية لإشراف الدولة بهدف تحقيق فائض في الميزان التجاري يزيد في رصيدها من الذهب والفضة.

لقد ساد تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية خلال هذه الفترة بشكل كبير وساهم في تقوية الأسس الاقتصادية والاجتماعية والسياسية للقوميات الناشئة خاصة في كل من فرنسا، انجلترة واسبانيا، ووفر الشروط الأولية لتكوين رأسماليات وطنية قائمة على السيطرة الاستعمارية الخارجية، لكن فكر المدرسة التجارية فقد كفاءته التطبيقية عندما عجز عن مواجهة المشكلات الاقتصادية التي أفرزتها مسيرة التطور خلال تلك القرون التي ترافقت مع تطور دور الدولة في مجال الهيمنة الاستعمارية. فبدأت إرهاصات ولادة الفكر التقليدي الذي يعيد ترتيب دور الدولة.[1]

ب- دور الدولة في فكر المدرسة الطبيعية:

ظهرت المدرسة الطبيعية في فرنسا في منتصف القرن الثامن عشر وعلى رأسها الطبيب فرانسوا كيني (1694-1774)، وذلك كرد فعل على سياسات التجاريين التي أدت إلى تراجع الإنتاج والتصدير الزراعيين مقابل تطور الصناعة والصادرات الصناعية. يرى أنصار هذه المدرسة أن الزراعة هي النشاط الاقتصادي الوحيد المنتج، أما الصناعة والتجارة فهي أنشطة عقيمة. فالصناعة هي تحويل للمواد من حالة إلى أخرى، والتجارة هي توزيع للثروة المنتجة من طرف المزارعين. ويرى الطبيعيون أن الظواهر الاقتصادية تخضع، كما تخضع الظواهر الطبيعية والبيولوجية لقوانين الطبيعة ولا دخل للإنسان في إيجادها، وأن الحياة الاقتصادية يجب أن تقوم على أساس المنافسة والتبادل الحر. أما مداخيل الدولة فتقتصر على الضرائب التي تفرض فقط على الإنتاج الزراعي.

ج- دور الدولة في فكر المدرسة الكلاسيكية والمدرسة النيوكلاسيكية:

تأسس مذهب الليبرالية الاقتصادية خاصة على يد آدم سميث(1723-1790)، دافيد ريكاردو (1772-1823) و ليون فالراس(1884-1910) وألهم سير الاقتصاد الغربي من خلال تبني شعار "دعه يعمل،دعه يمر" كخلفية نظرية وبالتالي عدم تدخل الدولة في الأمور الاقتصادية،فحسب هؤلاء الاقتصاديين،الدولة هي فقط مجموعة من الأفراد الذين يتصرفون بشكل جماعي، بحيث يمكن اعتبار المصلحة الجماعية كمجموع للمصالح الفردية، والسوق وحده هو الذي يحدد توازنا وحيدا ودائما، أما الدولة فلا تتدخل إلا لتقليل العقبات التي تمنع التخصيص الأمثل للموارد.[2]

ويجمع مفكرو هذه المدرسة على مبدأ الحرية الاقتصادية وعدم تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، وحصر دورها في

---

[1] صالح صالحي:"دور الدولة في الحياة الاقتصادية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، العدد الرابع،2005، ص27.

[2] Barre (Raymond) et Fontanel (Jaques): Principes de politique économique, OPU, Alger,1993,p13

القيام بالمهام التقليدية مثل الدفاع الخارجي، تحقيق الأمن الداخلي، والقيام ببعض الخدمات الأساسية التي يعجز القطاع الخاص عن القيام بها خاصة بسب انخفاض الربحية فيها. لكن التطورات الاقتصادية أثبتت فشل آلية السوق لوحدها وعدم قدرتها على سد الفراغ الذي تركته الدولة على المستوى الداخلي في مجال تخصيص الموارد، وأدت الحرية الاقتصادية إلى حدوث أزمات أشهرها أزمة الكساد الكبير خلال الفترة الممتدة بين 1929 و 1932.

د- دور الدولة في المدرسة الكينزية:

ظهرت النظرية الكينزية في أعقاب أزمة الكساد العالمي الكبير سنة 1929، وتعتبر أن أهداف الدولة لا تختلف عن أهداف الأفراد على الأقل في الأمد القصير، وهي تمثل المصلحة العامة. فقد كانت أزمة الكساد ألقت بثقلها على معظم الدول الرأسمالية خاصة الأوروبية منها، فتوقفت الآلة الإنتاجية نتيجة ضعف الطلب الكلي عن العرض الكلي، وأغلقت معظم المؤسسات الإنتاجية نتيجة تحقيق خسائر معتبرة. حسب كينز(1883-1946)،يجب تدخل الدولة عن طريق السياسة الاقتصادية لمحاربة التضخم وبعث النمو الاقتصادي، فهو يعول كثيرا على الاستثمارات العمومية في مواجهة البطالة بأنواعها المختلفة عن طريق الدعم من ميزانية الدولة.[1]

وترافقت التجربة التطبيقية للسياسة الكينزية مع التطورات الاقتصادية العالمية وأهمها نشأة الدول الاشتراكية التي تخالف أسس النظام الرأسمالي، والدمار الكبير الذي خلفته الحرب العالمية الثانية بالإضافة إلى انحسار حركة الاستعمار وتنامي السياسات التحررية التي تتبنى سياسات معادية للرأسمالية. هذه الأوضاع سهلت تطبيق مبادئ المدرسة الكينزية في الواقع، وأصبحت الدولة تهتم بالتقدم الاجتماعي وتحقيق التشغيل الكامل ودعم الطلب الكلي.

هـ- دور الدولة في فكر المدرسة الماركسية:

ترى المدرسة الماركسية التي أسسها كارل ماركس (1818-1883) أن الدولة جهاز للسيطرة الطبقية، حيث تمثل وسيلة من وسائل البورجوازية في استغلال الطبقة العاملة، وقد تجسدت أفكارها في الواقع من خلال التجربة الاشتراكية في كثير من الدول خاصة الإتحاد السوفياتي سابقا ودول أوروبا الشرقية، والثورة الاشتراكية هي استبدال لاستغلال الطبقة العاملة في الدول البورجوازية بمجتمع دون طبقية. فقد قامت الدول ذات التوجه الاشتراكي بتأميمات كبيرة أدت إلى تكفلها بإدارة العديد من المؤسسات العمومية، إلا أن بيروقراطيتها السياسية والاقتصادية أضحت تتحكم في السلطة والثروة باسم المصلحة العليا للدولة الاشتراكية.

وهكذا ظهرت في أعقاب الحرب العالمية الثانية ثلاثة نماذج بارزة للدولة تتدخل بشكل واضح في الاقتصاد وهي:[2]

[1] عبد الله ساقور: الاقتصاد السياسي،دار العلوم،عنابة، 2004، ص134.

[2] محمد خزار: "العولمة وتهميش دور الدولة"، ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول الجزائر والعولمة، جامعة قسنطينة، أيام 22و 23 نوفمبر 1999.

النموذج الأول: دولة الرفاه، وقد دعيت " الدولة الكينزية " نسبة إلى كينز.

النموذج الثاني: الدولة الاشتراكية وكان نموذجها البارز الاتحاد السوفياتي

النموذج الثالث: وهو الدولة في العالم الثالث التي كانت تطمح إلى تحقيق التنمية، وكان تدخل الدولة فيها بارزا

و- تجدد الدور الليبرالي للدولة:

من أهم ما ميز نهاية القرن العشرين إعادة تعريف دور الدولة خاصة في بعده الاقتصادي. ففي نهاية الستينات وتحت تأثير انخفاض نسب النمو والزيادة السريعة لنسب البطالة التي تزامنت مع تسارع التضخم خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا، ثم امتدت الأزمة إلى باقي الدول الغربية، وأصبحت النزعة التدخلية للدولة تبدو وكأنها عديمة الجدوى، حيث لم يستطع الكينزيون أن يقدموا التفسيرات والحلول المناسبة للأزمة فتجددت الدعوات للحد من تدخل الدولة وترك الأمور لقوانين السوق خاصة على يد كل من الاقتصادي النمساوي فريدريك فون هايك(1899-1992) الحاصل على جائزة نوبل في الاقتصاد سنة 1974، وزعيم المدرسة النقدية الأمريكي ميلتون فريدمان الحاصل على جائزة نوبل في الاقتصاد سنة 1976. حسب هذين الاقتصاديين، تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي هو سبب كل المشاكل والصعوبات المعاصرة، وبالتالي يجب العودة إلى مصادر الليبرالية حيث يقتصر هذا الدور على حفظ النظام العام والدفاع عن الإقليم الوطني بالإضافة إلى فرض احترام العقود والقيام بالإصدار النقدي، وأي تجاوز لهذه المهام لن يكون إلا مضرا لأن اقتصاد السوق ذاتي التنظيم ويشكل تلقائيا نظاما اجتماعيا منسجما. لقد ساعد على هذا الاتجاه مجموعة من العوامل أهمها:

– وصول مارغريت تاتشر إلى السلطة في بريطانيا، ورونالد ريغان في الولايات المتحدة الأمريكية بداية سنوات الثمانينات، والمعروفين بتشجيعهما لتحرير الحياة الاقتصادية خاصة من خلال خوصصة المؤسسات العمومية. الشيء الذي يمكن اعتباره كذروة للاتجاه الليبرالي الجديد.

– انهيار أنظمة النمط السوفياتي، وتقهقر الأغلبيات ذات البرامج اليسارية في الانتخابات التي جرت في نهاية الثمانينات في أوروبا.

وفي الدول النامية والدول ذات التوجه الاشتراكي سابقا، دفعت أزمة المديونية وانخفاض الإيرادات الخارجية للصادرات من المواد الأولية في بداية سنوات الثمانينات بهذه الدول إلى اللجوء إلى برامج التثبيت و التعديل الهيكلي المشجعة من طرف صندوق النقد الدولي والبنك الدولي وبشكل تجاوز منطق المشورة إلى درجة الإلزام من خلال تدابير البرامج المدعومة و شرط الانضمام إلى هذه المنظمات[1]. وتهدف هذه البرامج إلى تخفيض حجم تدخل الدولة

[1] عبد المجيد قدي: المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية تقييمية، مرجع سبق ذكره، ص07.

في النشاط الاقتصادي خاصة من خلال تخفيض النفقات العامة،خوصصة المؤسسات العمومية، ترقية القطاع الخاص، تشجيع الاستثمار الأجنبي، تحرير الأسعار وإلغاء الرقابة على التجارة الخارجية.

تجدر الإشارة إلى أن النقاش حول تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية مازال مستمرا. في الواقع، الاقتصاديون اليوم هم أكثر تحفظا تجاه الليبرالية لأن الكثير منهم ورغم تفضيلهم تخفيض حجم التدخل في النشاط الاقتصادي يرون إلى أن تنظيم السوق يحتاج إلى مجموعة من القواعد التي لا يمكن ضمانها إلا من طرف الدولة. فنظام المنافسة هو الذي يضمن التخصيص الأمثل للموارد وتوزيع الدخول و الثروة وليست السوق في حد ذاتها.[1] كما أن الليبرالية لا تعني غياب القواعد الجماعية، بالعكس، تلعب الدولة فيها دورا رئيسيا في سبيل منع نشوء التحالفات والاحتكارات، وإصلاح المنافسة. ومع ظهور أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية منذ سنة 2007 وتحولها إلى أزمة مالية عالمية ظهر بوضوح دور التدخل الحكومي للمساهمة في علاج الأزمة والحيلولة دون انهيار النظام الاقتصادي العالمي. وجاء تعامل الحكومة الأمريكية معها ليكشف عن أهمية هذا التدخل، وأكد وزير الخزانة الأمريكي هنري بولسون ذلك بقوله «إن التدخل غير المسبوق والشامل للحكومة يعتبر الوسيلة الوحيدة للحيلولة دون انهيار الاقتصاد الأمريكي بشكل أكبر».[2] وقد احتدم النقاش من جديد بين من يرى ضرورة الرجوع الى السياسات الاقتصادية الكينزية التدخلية، ومن يرى أن ما أصاب النظام الرأسمالي لا يعدو كونه جزءا من دورته الاقتصادية الطبيعية، وأن هذا النظام سوف يعيد ترتيب الأمور من تلقاء نفسه. بينما يرى آخرون أن الأزمة المالية لا تعني نهاية الرأسمالية، كما أن إطلاق حرية الأسواق لا يعني تغييب دور الدولة، بل يعني أن على الدولة تعزيز سلطاتها الرقابية لتنظيم السوق.

ويأخذ تخلي الدولة عن النشاط الاقتصادي عدة أشكال(تحرير الأسعار، تحرير التجارة الخارجية، تحويل الملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص...)، فهو يتضمن صراحة خوصصة المؤسسات العمومية، وهي مرتبطة به بشكل كبير.

1-1-2- المفاهيم الأساسية:

أدت التطورات الاقتصادية الراهنة التي ظهرت على الصعيد الدولي وانتشرت في أغلب الدول المتقدمة والنامية إلى التوجه نحو إعادة النظر في السياسات و الممارسات القائمة، حيث ثارت مسألة دور كل من القطاعين العام و الخاص في الاقتصاد و البحث عن المحددات التي تعترض كلا منهما، وأثر ذلك على النمو الاقتصادي،الأمن القومي والعدالة الاجتماعية.

---

[1] Rezig(Abdelouhab): Algérie Brésil Corée du Sud : trois expériences de développement, OPU, Alger, 2006, p133.

[3] أشرف محمد دوابة: الأزمة الاقتصادية العالمية..الطريق الأول هو الحل، على الموقع: http://www.islamonline.net/feed/NamahA، بتاريخ 2008/10/26.

1-2-1-1- الخوصصة:

رغم أن الاهتمام بالقطاع الخاص يعود إلى المدرسة التجارية، إلا أن البداية الحقيقية لتطبيق أول عملية نقل للملكية العامة إلى القطاع الخاص كانت عام 1969 في الولايات المتحدة الأمريكية من خلال بيع المؤسسات العامة الخاصة بصناعة النقل و الطاقة والطاقة و الاتصالات و الفولاذ و بناء السفن .أما مصطلح الخوصصة فلم يظهر في الأدبيات الاقتصادية إلا سنة 1983 في قاموس ويبستر من خلال المصطلح الإنجليزي (Privatization). ولحد الآن لا يوجد تعريب موحد لهذا المصطلح، حيث توجد عدة مصطلحات تعبر عنه منها:"الخصخصة"و"التخاصية" و "التخصيص" و "الخوصصة"، وأكثرها انتشارا مصطلح"الخصخصة" في بلدان المشرق العربي و"الخوصصة" في بلدان المغرب العربي.

ومصطلح الخوصصة كان ولا يزال موضوع خلاف من حيث التعاريف ودلالتها، فهو مصطلح غير دقيق إلى حد مؤسف ، لأن الكلمة قد تعني شيئا واسعا ، مثل تقليص دولة الرفاهية الاجتماعية وتشجيع الاعتماد على النفس و نزعة التطوع، وقد تعني شيئا ضيقا مثل استبدال فريق من الموظفين بفريق من العمال الخاصين.[1]

أ- تعريف الخوصصة:

تختلف تعاريف الخوصصة باختلاف رؤى الباحثين وانتماءاتهم المذهبية والمدرسية، فكل واحد منهم ينظر لها من زاويته الخاصة ومن خلال أوضاع بلده. إلا أن المعاني العلمية التي تحاول أن تحدد مفهوم الخوصصة تدور حول أربعة اتجاهات هي فيما يلي:

أ– تعني الخوصصة زيادة حصة القطاع الخاص في الاقتصاد[2]. أي توسيع الملكية الخاصة. هذا المفهوم أصبح متبعا من طرف عدة دول من خلال قيام الدولة بتصفية القطاع العام ، أو عن طريق عقود الإيجار، ومنح الامتيازات. ويشير توسيع الملكية إلى عدم الخروج المفاجئ و المباشر للقطاع العام من النشاط الاقتصادي وإنما إلى انخفاض نصيب الدولة نسبيا بزيادة نصيب القطاع الخاص.

ب– الخوصصة هي وسيلة للتخلص من الوحدات الخاسرة في القطاع العام وتعني أيضا أنه بتحول هذه الوحدات إلى القطاع الخاص ستحقق إنتاجية و ربحية أعلى حتى و لو لم تكن خاسرة من قبل، وتعتبر بريطانيا و أستراليا من الدول الرائدة في تطبيق هذا المفهوم.

---

[1] جون دوناهيو: قرار التحول إلى القطاع الخاص: غايات عامة ووسائل خاصة، ترجمة محمد مصطفى غنيم، الجمعية المصرية لنشر المعرفة والثقافة العلمية، القاهرة، 1991، ص14.

[2] Samson (Ivan) :" Les trois étapes de la transition au marché des économies post-socialistes", in Dix grands problèmes économiques contemporaines, collectif, OPU, Alger, 1993, p58.

ج-الخوصصة تعني الرغبة في التحرر الاقتصادي وذلك بالتخلص من الاقتصاد الاشتراكي والتحول نحو اقتصاد السوق لمواكبة النظام العالمي الجديد.[1]

د-الخوصصة هي عكس التأميم، فإذا كان هذا الأخير يعني تحويل الملكية الخاصة إلى ملكية عامة فإن الخوصصة هي تحويل للملكية العامة إلى ملكية خاصة. فالشركات التي تتم خوصصتها هي نفسها الشركات التي سبق تأميمها، إلا أن التأميم يكون مباشرة بمجرد صدور قوانين تتحول بمقتضاها الشركات الخاصة إلى ملكية للدولة، في حين أن تحويلها من الملكية العامة إلى الملكية الخاصة تشوبه الكثير من الصعوبات بفعل تردي الكفاءة ونظم وأساليب العمل.

إن برنامج الخوصصة السليم هو الذي يكون فيه مفهومها واضحا، وتكون خطوات التنفيذ مناسبة لهذا المفهوم. فيجب على أية دولة أن تحدد المفهوم الذي ستتبعه حتى تكون الخطوات التنفيذية التي ستقوم بها على هدي هذا المفهوم (أو الهدف) وتؤدي إليه، وهذا لا يعني عدم الأخذ بالمفاهيم الأخرى لأنها متداخلة فيما بينها. ويمكن القول أن الخوصصة بشكل عام تعني قيام الدولة بتحويل ملكية المؤسسات جزئيا أو كليا إلى القطاع الخاص وذلك في إطار تقليص دور الدولة في النشاط الاقتصادي. فهي إحدى دعائم التحول إلى اقتصاد السوق وتخفيض حجم تدخل الدولة لترشيد الإنفاق العام ورفع كفاءة المؤسسات.

ب- أشكال الخوصصة:

يمكن التمييز بين الأشكال التالية للخوصصة:

ب-1- الخوصصة الكلية والخوصصة الجزئية:

تكون الخوصصة كلية إذا تم طرح الأصول أو الأسهم الخاصة بالشركات بالكامل للبيع بشكل مباشر أو في سوق الأوراق المالية، وتكون جزئية إذا كان المطروح للبيع هو جزء من أصول أو أسهم الشركات، كأن يطرح للبيع 10% أو 20% أو 40% فقط من هذه الأصول، ولا تخرج الشركات عن نطاق قطاع الأعمال العام إلى نطاق شركات المساهمة إلا إذا كانت نسبة ملكية القطاع العام فيها أقل من 50% من قيمة الأصل أو أسهم الشركة، حسب العرف القائم.[2]

ب-2- خوصصة الملكية وخوصصة الإدارة:

خوصصة الملكية هي نقلها من القطاع العام إلى القطاع الخاص عن طريق البيع المباشر أو بطرح الأسهم في سوق

---

[1] عبد الرزاق خليل ومحمد زقون: "أثر التغير في نمط الملكية على الأداء المالي للمؤسسات"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، العدد الثالث، 2005، ص163.

[2] حسين عمر: الجات والخصخصة، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 1997، ص85.

الأوراق المالية. أما في حالة خوصصة الإدارة فيستمر الاحتفاظ بملكية القطاع العام مع جعل الإدارة أجنبية[1].فالهدف من خوصصة الإدارة هو تحسين الكفاءة الاقتصادية ومحافظة الدولة على الملكية، وهي تمثل مرحلة انتقالية في طريق إنهاء ملكية الدولة.[2]

1-2-2-1- القطاع العام:

يعتقد الكثيرون أن السبب الرئيسي الكامن وراء فكرة الخوصصة بما تحمله من معنى التحول من القطاع العام إلى القطاع الخاص وزيادة مشاركة هذا الأخير في إدارة ملكية الأنشطة والأصول، هو أن المؤسسات العامة لا تتمتع بالكفاءة المطلوبة، باعتبار أن معيار الكفاءة هو المهيمن في تحليل مفهوم الخوصصة، وبوصفه الشرط الضروري الواجب تحققه للقول بنجاح سياسة الخوصصة من ناحية اقتصادية، بالإضافة إلى غير ذلك من الأسباب السياسية والاجتماعية والمالية والإدارية.

أ- تعريف القطاع العام:

يقصد بالقطاع العام « وحدات قطاع الأعمال التي تدار من قبل الحكومة، والتي يمكن أن تدار من قبل القطاع الخاص، وتقوم المؤسسات العامة بإنتاج السلع و الخدمات وتقديمها إلى الجمهور بالأسعار الإدارية».[3] فقد اقترن القطاع العام بالملكية العامة لوسائل الإنتاج خاصة في الدول الاشتراكية سابقا، وهو عادة ما يرتبط بالتخطيط المركزي للاقتصاد، ويستهدف تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، عكس القطاع الخاص الذي يستهدف فقط تحقيق الربح.

ويختلف القطاع العام عن تدخل الدولة في الاقتصاد، لأن هذا الأخير يعني وجود الدولة بأجهزتها القانونية والسياسية و الأمنية، وتدخلها يؤثر على الأداء الاقتصادي للمشاريع و المؤسسات بصرف النظر عن شكلها القانوني. يتمثل تدخل الدولة على صعيد السياسات الاقتصادية العامة من خلال توجيه الأنشطة الاقتصادية على ضوء الأهداف الاقتصادية والاجتماعية، و تقترن هذه السياسات بسياسات نقدية و مالية و سياسة التوظيف و الأجور. هذا التدخل قد يكون لمصلحة القطاع العام أو القطاع الخاص على السواء.

وتعظيم دور الدولة في الحياة الاقتصادية لا يتأتى بالضرورة من خلال وجود قطاع عام قوي، أو من خلال التخطيط المركزي فحسب، فوجود القطاع الخاص لا يتنافى مع وجود تخطيط تأشيري فاعل في تخصيص الموارد، ففي

---

[1] يكون ذلك بعدة طرق سوف يتم التطرق إليها عند دراسة طرق الخوصصة.

[2] بعلوج بولعيد: "هل نخوصص المياه"، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، جامعة سطيف، من 03 إلى 07 أكتوبر 2004.

[3] ضياء مجيد الموسوي: الخوصصة والتصحيحات الهيكلية– آراء واتجاهات–، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص09.

فرنسا مثلا بعد أن كان التخطيط مركزيا ويلعب دورا كبيرا في إعادة البناء بين 1947و 1965 حتى أصبح عبئا ثقيلا، و لم يتم التخلي عنه و إنما أصبح الاهتمام ببرمجة النفقات و تحديد الأولويات في مجال البنية التحتية ، فهو يهتم بدراسة السوق في مجمله و يحدد ما هو مرغوب، و يتميز (التخطيط التأشيري) بطابعه غير المجبر للوحدات اللامركزية.[1]

ب- نشأة وتطور القطاع العام في البلدان العربية:

ظهرت بعد الحرب العالمية الثانية نظريات التنمية الاقتصادية، والتي أكدت أن للدولة دورا قياديا في عمليات التنمية، وقد تلازم هذا مع انتشار الأفكار الماركسية التي نادت بضرورة هيمنة الدولة على جميع مجالات الحياة الاقتصادية لتحل بذلك كل القضايا الاستثمارية و التنموية و التنظيمية و الاجتماعية.[2]

و تزامن ظهور القطاع العام في البلدان العربية في الوقت الذي نالت فيه استقلالها، حيث ورثت هياكل اقتصادية خلفتها القوى الاستعمارية كوسائل النقل و السكك الحديدية و الموانئ و الاتصالات و الميـــــاه و الكهرباء، وكان من الطبيعي أن تتولى هذه الدول الإشراف و الإدارة على هذه المؤسسات بغرض بسط سلطتها وتقديم الخدمات الاجتماعية للمواطنين حتى تلقى القبول لديهم.

فقد واجهت الحكومات الوطنية للدول المستقلة مشكلة استمرارية النفوذ الاستعماري خاصة فيما يتعلق بسيطرة رأس المال الأجنبي على المرافق العامة وعلى جزء هام من الاقتصاد الوطني، ونتيجة للحركات القومية التي خاضتها الدول العربية، بدأت غالبيتها بتأميم الشركات الأجنبية العاملة في مجالات الكهرباء و الماء و النقل و غيرها، فشكلت هذه التأميمات النواة الأولى للقطاع العام. وكان تدخل الدولة في أول الأمر مجرد إجراء ضروري و خيار سياسي لتأكيد استقلالها وسيادتها، ثم بدأت هذه الدول تتجه إلى التخطيط لتوجيه السياسة الاقتصادية وأصبحت تسير نحو خلق مشروعات جديدة تقوم على رأس المال العام والإدارة الحكومية المباشرة، وقد ساعد على هذا الاتجاه تعاظم الوفرة النقدية لدى الحكومات من ناحية[3]، وزيادة إلحاح الناس في طلب قيام هذه الحكومات بتوفير خدمات حديثة تتناسب مع مستوى الدخل من ناحية أخرى، وشملت هذه الخدمات خاصة قطاعات الكهرباء والماء والمواصلات والتعليم والصحة وبعض الخدمات الإنتاجية في مجالات الزراعة وصناعة مواد البناء وتجارة مواد الاستهلاك الأساسية.[4]

وهكذا كان القطاع العام خيارا تنمويا تمت تحت مظلته إنجازات هامة لم تكن لتتحقق من دونه، ففي مجتمعات

---

[1] Silem (Ahmed): Lexique d'économie, Dalloz, Paris, 2004,p535.

[2] ضياء مجيد الموسوي: الخوصصة والتصحيحيات الهيكلية- آراء واتجاهات- مرجع سبق ذكره، ص12.

[3] كان ذلك بفضل ارتفاع أسعار البترول في نهاية الستينات وبداية السبعينات.

[4] علي خليفة الكواري: دور المشروعات العامة في التنمية الاقتصادية، عالم المعرفة، الكويت، 1981، ص20.

متخلفة كمجتمعاتنا ليس هناك خيار إلا أن تقوم الدولة بدورها.[1] وقد قامت الاستثمارات العامة و القطاع العام في الدول العربية بدور كبير في تسريع وتيرة النمو الاقتصادي خلال مرحلتي الستينات و السبعينات ، وحسب معطيات البنك الدولي فإن الدول العربية قد حققت خلال السنوات (1966-1973) معدلا للنمو في الناتج المحلي الحقيقي يقارب 5.8 % سنويا، وهو من أعلى معدلات النمو في الدول النامية في ذلك الوقت وأعلى معدل بالنسبة للمجموعات الاقتصادية والإقليمية، كما بلغ معدل النمو السنوي في الناتج الحقيقي نحو 4.7 % خلال سنوات (1973-1980)، وقد تراجع هذا المعدل مع تأثيرات انخفاض أسعار النفط وغيرها من المتغيرات العالمية إلى نحو 0.2 % خلال سنوات(1981-1990).[2] حيث تحققت هذه المعدلات من النمو بفعل الاستثمارات الكبيرة التي حشدتها هذه الدول خلال تلك الفترة.

وقد برزت سلبيات القطاع العام بشكل واضح منذ النصف الثاني للثمانينات حيث كانت مؤسساته مطالبة بتعزيز الأرباح لإمداد الحكومات بالإيرادات وزيادة الإنتاج، وخفض التكاليف ومساعدة مجموعة الفقراء و المحتاجين، وزيادة التوظيف، فتعددت أهدافها وشابتها تذبذبات عكست غموضا في الأهداف ناتجا عن عدم وضوح التوجه لدى المسؤولين ، فضعفت إدارتها وتضاربت أهداف الكفاءة الاقتصادية مع أهداف العدالة الاجتماعية وأصبح تقييمها أمرا بالغ الصعوبة.

1-2-3- القطاع الخاص:

يفترض الفكر الاقتصادي الليبرالي أن القطاع الخاص أكثر كفاءة من القطاع العام في تخصيص الموارد. هذا الاتجاه تدعم على المستوى العالمي في الثمانينات مع وصول الليبراليين إلى الحكم في بريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية وانهيار أنظمة النمط السوفياتي.

أ- تعريف القطاع الخاص:

يقصد بالقطاع الخاص« مجموعة المؤسسات الخاصة، والتي يعود أغلب رأسمالها إلى الخواص أو إلى شركات خاصة»[3]. فاقتصاد القطاع الخاص يرتكز على آلية السوق الحرة و المنافسة التامة لتحديد أسعار السلع و الكميات المنتجة و المستهلكة. ويفترض وجود الاقتصاد الحر عدم تدخل أي فئة (الدولة أو غيرها) في النشاط الاقتصادي بشكل يتعارض مع قواعد المنافسة الحرة. كما تفترض سوق المنافسة التامة أن عدد المتعاملين فيه كبير إلى الحد الذي لا يمكنهم معه التأثير(كل على إنفراد) في القرارات الاقتصادية.

[1] ضياء مجيد الموسوي، الخوصصةوالتصحيحات الهيكلية– آراء واتجاهات–، مرجع سبق ذكره، ص16.

[2] محمد رياض الأبرش و نبيل مرزوق: الخصخصة– آفاقها وأبعادها–، دار الفكر، دمشق، 2002، ص126.

[3] Silem (Ahmed) et autres : Lexique d’économie, op.cit, p628.

يعتبر تحقيق الربح الدافع الوحيد للقطاع الخاص عكس القطاع العام الذي يأخذ بعين الاعتبار الأهداف الاجتماعية، وعلى المستوى النظري وجدت عدة نظريات تؤكد تفوق المؤسسة الخاصة على المؤسسة العامة في الكفاءة الاقتصادية وأهمها "نظرية حقوق الملكية" و"نظرية الخيارات العمومية" التي اشتهرت سنوات الثمانينات. فنظرية حقوق الملكية ترى أن المؤسسة الخاصة أكثر كفاءة من المؤسسة العامة بسبب وجود آليات للرقابة من طرف مالك المؤسسة الخاصة عن طريق سوق رؤوس الأموال، هذه الآلية تغيب تماما في المؤسسة العامة، كما أن المؤسسة الخاصة تخلق التحفيزات المناسبة لتحقيق أحسن توزيع للموارد عكس المؤسسة العامة.[1] فهذه النظرية وأشهر روادها رونالد كاوس(Ronald Coase) وأرمن آلشيان (Armen Alchian) ترى أن حقوق التصويت والمشاركة في الجمعيات العامة وإمكانية بيع الأسهم من طرف الملاك تدفع المسير باتجاه تحقيق أحسن تخصيص للموارد.

أما نظرية الخيارات العمومية التي ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية وأشهر روادها جيمس بوشانان (James Buchanan) وجوردون تولوك (Gordon Tullock) وتستعمل أدوات التحليل الاقتصادي في العلوم السياسية، فترى أن المشكل يكمن في تسيير الحكومة للشركات العامة لأن الرجل السياسي يسعى إلى انتخابه أو إعادة انتخابه وبالتالي يكون برنامجه موجها لإرضاء عموم الناخبين[2] ، فأهدافه لن ترتكز على القواعد التجارية ، حيث بعد وصوله للسلطة يتبع سياسة تقشفية، لكن مع اقتراب الانتخابات تكون الإجراءات التي يتخذها تهدف إلى زيادة الإنفاق العام والشغل، وبالتالي لا يمكن فصل أهداف المؤسسات العمومية عن أهداف السياسيين.

بالإضافة إلى هذه النظريات، تمت على المستوى التجريبي عدة اختبارات لأداء الشركات العامة والشركات الخاصة بمناهج مختلفة، تراوحت نتائجها بين مؤيد ومعارض ولذلك لا يمكن حصر موضوع الخوصصة في معيار طبيعة الملكية فقط، فهي ترتبط بمجموعة من الدوافع والأهداف الأخرى على مستوى الاقتصاد الكلي، كما أن الواقع يشير أحيانا إلى وجود أوضاع احتكارية تعمل على استبعاد كل المزايا الاقتصادية للمنافسة، وتفرض الأسعار التي تلائمها على المدخلات والمنتجات من خلال التحكم في الطلب على الأولى والعرض على الثانية، وبالتالي تشويه نظام الأسعار.

ب- نشأة وتطور القطاع الخاص في البلدان العربية:

رأينا أن فترتي الخمسينات و الستينات شهدتا تطورا واضحا للقطاع العام في البلدان العربية، حيث تشكلت النواة الأولى له نتيجة حركات التأميمات التي شملت المؤسسات الاقتصادية الأجنبية و المحلية، وأثر ذلك سلبا على

---

[1] Ferhi (Mohamed) et Belouad Ali (Nabil) : Type de propriété et performance des entreprises : évaluation par l'analyse multicritère, in Revue des économies nord africaines, université de Chlef, N°4 ?, 2006, p76.

[2] Silem (Ahmed) et autres : Lexique d'économie, op.cit., p133.

نشاط القطاع الخاص ، والذي لم يكن يملك من إمكانات القطاع العام الذي سيطر على معظم الثروة الحقيقية في معظم بلدان العالم كالنفط ومناجم استخراج المعادن و الصناعات الكبرى الرئيسية خلال معظم القرن العشرين .[1]
إن السبب الرئيسي لإعاقة دور القطاع الخاص في التنمية الاقتصادية في هذه الدول يتمثل في تبعيته للحكومة واعتماده عليها، وذلك راجع للقوة الاقتصادية والسياسية التي تتمتع بها الدولة وقدرتها على تغيير جميع الحسابات التجارية والاقتصادية التي ينبغي أن تكون مستقرة حتى يتمكن المستثمر الخاص من إتخاذ قراره ضمن تصور مستقر للمخاطر التجارية.[2]

ومع موجة المعارضة الشديدة للقطاع العام وتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي في الثمانينات باعتبار أن هذا القطاع كان المسؤول المباشر عن الأوضاع الاقتصادية المتردية في معظم دول العالم، خاصة الدول النامية والاشتراكية، فبدأت منذ ذلك الوقت الدعوة إلى التحول من القطاع العام إلى القطاع الخاص، ونتيجة لتضاعف الديون الخارجية على الدول النامية و العربية، بدأت هذه الدول تطالب بإعادة جدولة ديونها، وانصاعت للشروط التي فرضها البنك الدولي و صندوق النقد الدولي، حيث يعمل صندوق النقد الدولي على إقرار سياسات مالية الهدف منها هو خفض العجز في الموازنة العمومية، من خلال معدلات الفائدة، وتحرير و توحيد سعر الصرف، وتحرير التجارة الخارجية مع إتاحة دور متعاظم للقطاع الخاص في ظل آليات العرض و الطلب .[3]

وفي أوائل التسعينات كانت جميع الدول العربية تطبق إجراءات للتعديل الهيكلي من خلال برامج متفق عليها مع البنك و صندوق النقد الدوليين، أو من خلال إجراءات خاصة بها، ولكنها تؤدي النتيجة المطلوبة في الانفتاح والدور الرئيسي لرأس المال الخاص المحلي و الأجنبي، وتقليص دور الدولة الاقتصادي ودور القطاع العام بالدرجة الأولى.

بصفة عامة، يمكن القول أن برامج الخوصصة في البلدان العربية لم تكن نابعة من عمليات تقييم تجريبي لأداء القطاع العام، ولا من ضغوط رجال الأعمال المحليين، لكنها بالأحرى كانت سياسة عامة قامت ردا على الأزمة المالية لهذه الدول، أو تحت ضغط المؤسسات المالية و النقدية الدولية. وهو الوضع الذي عرفته أغلب الدول النامية الأخرى.

[1] محمد رياض الأبرش ونبيل مرزوق: الخصخصة- آفاقها وأبعادها-، مرجع سبق ذكره، ص14.

[2] علي خليفة الكواري: دور المشروعات العامة في التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص35-36.

[3] ناصر دادي عدون وشعيب شنوف: الحركة الاقتصادية في الدول النامية بين عالمية مالك بن نبي و العولمة العربية، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2003، ص101.

وإذا كان برنامج الخوصصة في المملكة المتحدة في سنوات الثمانينات أثر كثيرا على صياغة السياسة الاقتصادية ليس في المملكة المتحدة وحدها، بل وفي جميع أرجاء العالم فإن إلقاء الضوء على أول تجربة وأكثرها شعبية في الخوصصة يوضح الأبعاد العامة لهذا الموضوع.

1-1-3- التجربة البريطانية كأول تجربة كبيرة في مجال الخوصصة:

في الواقع لم يكن البرنامج الكبير للخوصصة في بريطانيا في بداية سنوات الثمانينات المرة الأولى التي يتم فيها تحويل القطاع العام إلى القطاع الخاص في هذا البلد فبين السنوات 1951 و 1955 قام المحافظون بإعادة مجموعة من الصناعات المؤممة إلى القطاع الخاص، ثم قام حزب العمال بإعادة تأميمها عام 1964، وما إن عاد المحافظون إلى الحكم مرة أخرى حتى قاموا بتنفيذ برنامج مكثف للخوصصة. فقضية الملكية العامة كانت من القضايا الرئيسية في الصراع بين الحزبين الرئيسيين في المملكة المتحدة، وجاء انتخاب مارغريت تاتشر عام 1979 كرئيسة للوزراء ليعطي دفعة قوية لبرنامج الخوصصة.

ورغم أن المملكة المتحدة كانت رأسمالية التوجه، إلا أن القطاع العام فيها تضخم بشكل قارب ما كان موجودا في بعض الدول الاشتراكية، وقد ظهرت منذ عام 1981 وقبلها بقليل عديد من المشاكل وحالات التدهور في إنتاجية ومعدلات نمو بعض شركات القطاع، كما بدأ التوجه نحو تمليك هذه الشركات للعمال وتوسيع نطاق الملكية و التخلص من تبعية قطاع كبير في اقتصاد الدولة للحكومة وما يترتب عن ذلك وما يصاحبه من بيروقراطية و تدخل في الإدارة.[1]

أ- أهداف البرنامج:

بشكل عام، ركز برنامج الخوصصة في المملكة المتحدة على مجموعة من الأهداف الاقتصادية المستمدة من التوجه الليبرالي لحزب المحافظين وهي:

- رفع الكفاءة الاقتصادية للشركات العامة.
- تدعيم قوى السوق و آليات المنافسة.
- توسيع قاعدة الملكية من خلال عدة أساليب أهمها:
  - توفير المعلومات الكاملة عن فرص الربح للشركات المباعة.
  - تخفيض قيمة الأسهم خاصة بالنسبة للعمال و صغار المستثمرين.
  - إعطاء الأولوية لطلبات المساهمة الصغيرة.

[1] صلاح عباس: الخصخصة- المصطلح والتطبيق-، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص109.

كما وضعت الحكومة البريطانية بعض القيود على المستثمرين الأجانب في عملية التحويل مثل:

- النص على ألا تزيد حصة المساهمة عن 15 % من إجمالي أسهم المشروع.
- عدم مشاركة الأجانب في مجلس إدارة الشركة.

لكن رغم ذلك لم يخل برنامج الخوصصة من الأهداف السياسية لحزب المحافظين من خلال السعي وراء ملاك الأسهم الجدد من عمال الشركات السابقين، أو المستثمرين الجدد بهدف تلطيف حدة العداء نحو الرأسمالية، وهو ما اصطلح عليه ب"الرأسمالية الشعبية".

ب- آليات الخوصصة:

كانت عمليات الخوصصة تجري من خلال بيع الشركات المملوكة للدولة، و بالنسبة لعمليات الخوصصة الرئيسية فقد كان من الصعب التصرف فيها بالبيع مباشرة إلى شركات أخرى أو إلى مؤسسات استثمارية، لأن ذلك لن يكون مقبولا من الناحية السياسية، فهذا الأسلوب يعني ضرورة اللجوء إلى المستثمرين الأجانب في عمليات الخوصصة الضخمة، في حين من غير الممكن ألا يصل الجانب الأكبر من أسهمها إلى الجمهور، وبالتالي اتهام الحكومة بتمكين مجموعة صغيرة من المستثمرين من تحقيق أرباح احتكارية، ولذلك حرصت الحكومة على تقديم عملية الخوصصة إلى جمهور الناخبين كمثال للرأسمالية الشعبية، وتجنب السيطرة الأجنبية على الشركات المخوصصة.

ففي عام 1979 تم عرض 50 % من أصول هيئة البترول البريطانية (British Pétroleum) للبيع، وفي عام 1981 تم عرض وبيع ملكية أسهم هيئة الفضاء الإنجليزية (British Aerospace)، ثم تبعتها عمليات بيع أخرى أهمها بيع 50 % من أصول الهيئة البريطانية للاتصالات السلكية و اللاسلكية (British Télécom) وهيئة الغاز الطبيعي (British Gaz) التي بلغ عدد المشتركين في أسهمها خمسة ملايين شخص سنة 1986. أما الشركات الصغيرة المملوكة للدولة فقد تم بيعها مباشرة إلى شركات أخرى، مثل شركة الطيران بالهيلكوبتر(British Airways Hélicopter) التي بيعت إلى شركة آس دي آر هيلكوبتر (SDR Hélicopter)، وشركة إنترناشنال إيراديو (International Aeradio) التي بيعت إلى شركة تيليفون ستاندارد (Téléphone Standard)، في حين بيعت بعض الشركات بالكامل إلى العمال أو إلى إتحاد من العمال و الإدارة، مثل ما حدث في خوصصة شركة هيئة الشحن الوطنية (National Freight Corporation). وفي الحالات التي كانت الحكومة تمتلك فيها جزءا من الأسهم، فقد قامت ببيع حصتها إلى مؤسسات استثمارية كما هو الحال في خوصصة المجمع البريطاني لصناعة السكر (British Sugar Group)، و تلت بعد ذلك شركات توزيع الماء سنة 1989 وشركات الكهرباء سنة 1990.[1] وفي نهاية 1989 كان قد تم عرض و بيع

[1] E.S.Savas: privatisation et partenariats public-privé, traduit de l'américain par Michel Le Seac'h, Nouveau Horizon, Paris, 2002, p17.

أسهم 29 شركة من المشروعات الكبرى في القطاع العام وعدد من فروع الصناعات المختلفة المؤممة و غير المؤممة و المملوكة للجماعات المحلية والولايات المختلفة، انتقلت ملكيتها أو ملكية الجزء الأكبر من أسهمها إلى القطاع الخاص.

ج- خصائص التجربة البريطانية:

تميزت التجربة البريطانية في الخوصصة بمجموعة من الخصائص أهمها:[1]

– عدم اقتصارها على القطاع الصناعي، بل امتدت إلى قطاعات الخدمات كالبريد و التليفون، والغاز، و الكهرباء و المياه و الإسكان و المستشفيات بل أن خصخصة الخدمات أصبحت سمة تميز التجربة البريطانية.

– الأسلوب التدريجي للخصخصة، ولقد تم ذلك بالتركيز على مؤسسات يتم تحويلها بشكل نموذجي، ثم تأخذ كمثال ونموذج يحتدى به في باقي المؤسسات المشابهة.

– استخدام حملات إعلانية مكثفة موجهة إلى الشعب و إلى المستثمرين والعاملين وذلك بإقناعهم بجدوى الخوصصة.

– تهيئة مناخ سليم ومساعد للخصخصة يعتمد على مجموعة من الإصلاحات في سوق الأوراق المالية، و الهيكل الضريبي.

– تهيئة مناخ تشريعي وسياسي و اقتصادي في آن واحد، فالخطة السياسية و الاقتصادية للدولة تدعمها مجموعة القوانين المساعدة على تنفيذ الخطة.

– السهم الذهبي، هو عبارة عن سهم خاص تحتفظ به الحكومة في المشروع المحول، وتتمكن من خلاله من حضور الجمعيات العامة، ويحق لها التصويت، ويحق لها تعيين ممثل في مجلس الإدارة (ليس من الموظفين العامين بل من رجال الأعمال)، وقد يحق لها أحيانا الاعتراض في الأحوال الطارئة و الخطيرة على بعض القرارات، و بالتالي فهذا السهم هو عين الدولة داخل هذه الشركات.

د- نتائج الخوصصة في المملكة المتحدة:

يمكن تلخيص أهم نتائج الخوصصة في المملكة المتحدة في:[2]

د-1- النتائج الاقتصادية:

–ارتفاع معدلات الربحية.

– استقلالية القرارات الإدارية.

– تحسن أداء العمال و الموظفين.

---

[1] أحمد ماهر: دليل المدير في الخصخصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص40-41.

[2] نفس المرجع السابق، ص43.

د-2- النتائج المالية:

أدى التحول إلى القطاع الخاص في بريطانيا إلى بعض النتائج المالية، من أهمها:

- زيادة الإصدارات الجديدة للأسهم، وزيادة الحركة في سوق المال.
- ارتفاع في أسعار الأسهم.
- تخفيض العبء المالي على ميزانية الدولة.

د-3- النتائج الاجتماعية:

أدى التحول إلى القطاع الخاص إلى النتائج الاجتماعية التالية:

- توسيع قاعدة الملكية بين عدد ضخم جدا من البريطانيين، حتى الفقراء منهم.حتى أن شركة الغاز البريطانية قد وصل عدد المساهمين الصغار فيها إلى 3 مليون مساهم بريطاني.
- تغير في اتجاهات الشعب ناحية الملكية الخاصة.
- أدى بيع مساكن الدولة إلى السكان، من خلال التقسيط، إلى تعزيز الاتجاه نحو الخوصصة.
- تحولت النقابات العمالية من معارض شديدة إلى مناصر لعملية الخوصصة، لأن معظم العمال حصلوا على مزايا واضحة منها.

أما الانتقاد الرئيسي لبرنامج الخوصصة فتركز حول أسلوب الحكومة في تحديد أسعار الأسهم. ففي حالة المؤسسات الصغيرة كانت تلجأ إلى أسلوب المزايدة ، أما في حالة المؤسسات الضخمة فكانت تميل إلى تحديد أسعار أقل من القيم الحقيقية للأسهم بهدف تشجيع صغار المستثمرين على الاكتتاب، مما أدى إلى تحقيق أرباح مضاربة كبيرة في الأجل القصير.

وتؤدي دراسة التجربة البريطانية في الخوصصة إلى استخلاص مجموعة من الدروس يمكن إيجازها فيما يلي:

- ضرورة تحديد الدولة لأهداف الخوصصة، وعلى ضوء ذلك تتحدد مجالات التحرك الحكومي (المستوى التشريعي، دعم المنافسة...).
- قبل تحويل الشركات إلى القطاع الخاص، يجب سن القوانين التي تضمن المنافسة خاصة في المجالات التي تعتبر احتكارات طبيعية كالكهرباء و الماء.
- توعية الجماهير ببرنامج الخوصصة و أهدافه لضمان مشاركة فعالة من طرف الأفراد من خلال حملات التوعية و الحملات الإعلانية.

– الخوصصة لا تعني تخلي الحكومة عن مسؤوليتها الاجتماعية في أسلوب و تكلفة السلع المقدمة إلى الجمهور من طرف الشركات، وإنما ينبغي أن يسبق عملية الخوصصة الاهتمام بإيجاد الصيغة المناسبة لتحديد الأسعار بما يضمن حماية المستهلكين من المغالاة في الأسعار. حتى أن بعض الشركات كانت ملزمة بتقديم بعض الخدمات التي كانت تؤديها قبل الخوصصة، ولو سبب ذلك لها خسائر.

– توسيع الملكية من خلال الخوصصة يجب أن يصحبه حوافز تضمن احتفاظ الأفراد بالأسهم لفترات طويلة، حتى لا تحدث عمليات المضاربة و تتركز الثروة في يد فئة قليلة من الشعب.

– تكشف التجربة البريطانية عن الأهمية البالغة لسوق رأس المال في نجاح عملية الخوصصة خاصة بالنسبة للدول النامية، حيث تصبح احتمالات نجاح الخوصصة ضعيفة بدون اللجوء إلى عدد محدود من المستثمرين أو اللجوء إلى الأجانب.

1-2- دوافع الخوصصة وأهدافها

يؤكد دعاة الخوصصة أن الكفاءة الاقتصادية تتصدر مبررات الأخذ بهذه السياسة، لأن أداء المؤسسات الخاصة أفضل من أداء المؤسسات العامة المملوكة للدولة، وهذا ما يظهر لهم من خلال التحليل النظري و التجارب العملية، وبعد مبرر الأداء والكفاءة تأتي المبررات الأخرى للخوصصة، وفي مقدمتها تلك التي تنطلق من الاختلالات في أداء الاقتصاد الوطني بشكل عام وأداء مؤسسات القطاع العام الاقتصادية بشكل خاص، فالخوصصة إذا سبيل إلى وضع حد للعجز المالي الداخلي و الخارجي الذي تعاني منه الدول المعنية، ثم تأتي المبررات الأخرى التي تهدف إلى توسيع قاعدة المشاركة في الاقتصاد و تنشيط الأسواق المالية، إلى غير ذلك من الأهداف.

1-2-1- دوافع الخوصصة:

تتعدد الدوافع والمبررات وراء الدعوة إلى تبني سياسة الخوصصة وأهمها:

1-2-1-1- الدوافع الاقتصادية:

استند التبرير الاقتصادي للاعتماد على المؤسسات العامة خاصة في الدول النامية على فكرة إخفاء السوق، أي أن الاعتماد على آلية العرض و الطلب قد تؤدي إلى انخفاض الإنتاجية وزيادة الفوارق بين الطبقات الاجتماعية ،فالاحتكار في قطاعات الكهرباء و الاتصالات و النقل و الإمداد بالماء كان مبررها أنها أنشطة لا يمكن فيها الاعتماد على آلية العرض و الطلب. إلا أن مؤسسات القطاع العام عرفت تدهورا مستمرا، مما شجع الدعوات إلى خوصصتها، وأهم مؤشرات هذا التدهور:

- عدم الكفاءة: فقد تميزت المؤسسات العمومية بانخفاض إنتاجيتها رغم الأعداد الهائلة من العمال المستخدمين وارتفاع مصاريف الإنتاج.

- النوعية الرديئة: حيث تعتبر النوعية الرديئة صفة ملازمة لمنتجات وخدمات القطاع العام خاصة تلك التي تصرف بالأسعار الإدارية. فمثلا النوعية الرديئة للماء الذي تزوده الشبكات العمومية منتشرة للأسف بكثرة في الدول النامية.[1] خاصة من خلال التسربات والانقطاعات المتكررة.

- الديون: فبعض مؤسسات الدولة لم تكن مطالبة بتحقيق أرباح أو توازن في حساباتها، إلا أن الديون و الخسائر سمات مشتركة حتى بين تلك المؤسسات المطالبة بتحقيق الأرباح، بسبب غياب مسؤولية مالية حقيقية.

- نقص الاستقلالية و الاختصاص في التسيير لدى الموظفين: فالتوظيف يستند في الغالب إلى مقاييس غير الجدارة و الأهلية و الكفاءة، فهو يتأسس على أساس الولاء السياسي أو الشخصي أو العصبية القبلية، و الجهوية و المحاباة وما إلى ذلك، وهو اتجاه عززته المهمة الاجتماعية للمؤسسة العمومية والتي تتقدم على المهام الأخرى، بما فيها المهام الاقتصادية.[2]

– الاختلاس و الرشوة: وهي مظاهر تصيب القطاع العام و القطاع الخاص على السواء، لكن تختلف في أسبابها ونتائجها و اكتشافها على مستوى المؤسسات العمومية يشجع الدعوة إلى خوصصتها.

وتجد بعض الدول في الخوصصة فرصة لكسر الاحتكارات و تفعيل المنافسة، فقد قامت بريطانيا بتقسيم شركة الغاز البريطانية (British Gaz) على أساس أنها محتكرة ثم قامت ببيعها. كما تكشف مؤشرات النمو و البطالة و التضخم و العجز في الميزانية عن فشل القطاع العام في تحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة، فكانت أهم المبررات التي تقدم للخوصصة ضرورة إفساح المجال لمبادرة القطاع الخاص القادر على تعبئة المواد الاقتصادية و الاستغلال الأمثل لها[3]، والذي ينتظر منه في ظل الاعتماد على آليات السوق والمنافسة زيادة الكفاءة والجودة.

1-2-1-2- الدوافع المالية:

تعتبر الدوافع المالية أكثر أهمية و أشد وضوحا في تجارب الدول النامية عنها في الدول المتقدمة. والدول في هذا المجال تهدف إلى تحقيق بعض الأغراض المالية من خلال عملية التحول، كما تهدف إلى التخلص من بعض الأعباء و المشاكل، حيث تحصل الدولة على عائدات نتيجة بيع بعض الشركات العامة المملوكة لها لكي تستخدمها في تمويل

---

[1] E.S.Savas: privatisation et partenariats public-privé, op.cit., p125.

[2] سعد بشاينية: " المؤسسات العمومية،نهاية أسطورة: التشغيل السيئ المتعلق بسلوك المسيرين"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة، عدد 20، 2003،ص96.

[3] ضياء مجيد الموسوي: العولمة واقتصاد السوق الحرة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص133.

بعض أوجه الإنفاق العام، كما أن الكثير من هذه الدول تعاني من الأعباء الملقاة على عاتق الميزانية العامة، وتحاول تخفيض الإنفاق العام بقدر الإمكان، ولا يمكن ذلك إلا من خلال تخلص الدولة من الأنشطة العامة، وجعل القطاع الخاص يقوم بها والتخلص من التدفق التقدي في صورة قروض ودعم لانقاد الإعسار المالي للشركات العامة الفاشلة.

1-2-1-3- الدوافع السياسية والقانونية:

في ظل سيطرة القطاع العام يكون نشاط المؤسسة غير مراع لاحتياجات السوق، و إنما يعمل على تلبية احتياجات خاصة بالسياسيين قد تكون لأغراض انتخابية.[1] حيث يميل السياسيون إلى استغلال إمكانيات القطاع العام لإبراز إنجازات شخصية وتوظيف الناخبين لصالحهم فتكون النتيجة تفاقم مشاكل اقتصادية طويلة الأجل في التسعير و النواحي الاقتصادية رغم نجاحهم السياسي.

وينتظر من الخوصصة في ظل الأسواق المفتوحة أن تؤدي إلى:

– القضاء على الشعارات السياسية الرنانة التي يستخدمها البيروقراطيون و الاشتراكيون عادة باعتبارها تخدم الطبقات الكادحة رغم ثبات فشلها.أما القطاع الخاص فهو أقدر على إبعاد السياسيين من استخدام مراكزهم لتحسين صورتهم.

– تحرر القرار الإداري من سيطرة الأجهزة الحكومية، وبذلك يضمن مرونة العمل، فلا يتقيد بموافقات أو توقيعات، وزيادة روح المبادرة و الابتكار لأن المخاطرة في مجال الأعمال تحتاج إلى مناخ من الحرية. ولا يعني هذا الإخلال بمكانة الدولة، فهي تسن التشريعات وتنظم وتدير الهيكل العام للنشاط الاقتصادي للمجتمع. أي أن ما يحدث في ظل الخوصصة هو تغيير تركيبة الأنشطة التي تقوم بها الدولة.

ويمكن للدولة أن تحتفظ لنفسها بسهم رئيسي يسمى السهم الذهبي يعطيها الحق في مراجعة مجلس الإدارة للشركة التي تمت خوصصتها حتى تضمن بذلك حقوق المستهلكين والعمال و المجتمع. وتم استخدام هذه الطريقة في كل من انجلترة و ماليزيا و فرنسا. كما أنه لأسباب سياسية قامت الحكومة اليابانية بخوصصة هيئة السكك الحديدية بعد أن تعرضت الحكومة لانتقادات شديدة من الجمهور بسبب تردي الخدمة. كما تعرض الحكومات ضوابط كثيرة للحفاظ على حقوق العاملين في الشركات المخوصصة لتوفير الاستقرار السياسي، وهو ما حدث في مصر. وتحاول بعض الدول عدم البيع، وبالرغم من ذلك أثبتت الدراسات أنه لابد من دخول مستثمرين أجانب في بعض الحالات، فقد قامت إسبانيا ببيع شركة "فولكس واجن" و لم يتقدم لشرائها إلا أجانب قادرون على فهم طبيعة التكنولوجيا

[1] عبد المجيد قدي: المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية:دراسة تحليلية تقييمية، مرجع سبق ذكره، ص 12.

ولديهم القدرة على الاستثمار مما ضمن نجاح التجربة .[1]

1-2-1-4- الدوافع الاجتماعية:

يمكن للخوصصة أن تكون وسيلة الدولة في التخلص من بعض المشاكل الاجتماعية كالتواكل و المحسوبية و التغاضي عن محاسبة المخطئين و الرشوة. فالقطاع الخاص يعتبر أقدر على محاسبة العامل الذي يهمل أو يقصر في عمله، و المحاسبة على عكس ما يضن البعض هي في صالح العمال، لأنها تؤدي إلى زيادة الإنتاج و تقليل التكلفة، و بالتالي زيادة أرباح كل من المشروع و العامل. كما ينتظر من الخوصصة أن تحقق المزيد من الحرية الشخصية، وإيجاد الحافز الشخصي على الإنتاج و القضاء على السلبية، وتحقيق الانضباط داخل مجالات العمل.

كما أن القطاع العام فشل في تحقيق إعادة توزيع الدخول بين الطبقات الاجتماعية المختلفة، حيث أن نظم الدعم غير الفعالة وتوظيف العاملين بدون حاجة إليهم أدى إلى أعباء كبيرة على ميزانية الدولة، وهو ما يتحمله العاملون عادة في شكل ارتفاع مستمر في الأسعار، أما في إطار الخوصصة فيؤدي توسيع الملكية إلى خلق طبقة أكبر من مالكي الأسهم، وبالتالي توزيع الثروة أكثر عدالة.

1-2-1-5- الدوافع الإيديولوجية والضغوط الخارجية:

ظهرت الخوصصة كعنصر رئيسي للتغير السياسي، الاقتصادي و الاجتماعي خاصة في دول أوروبا الشرقية و الدول النامية ذات التوجه الاشتراكي سابقا حيث كان القطاع العام يسيطر على الاقتصاد الوطني، وهي ترتبط بالقطيعة مع الماضي و بتغيير الآراء حول دور الدولة و السوق في التطور الاقتصادي وانهيار الأنظمة الاشتراكية.

ولا يمكن فصل موضوع الخوصصة عن التأثيرات الخارجية المستوحاة من الانتقال من السياسات التنموية إلى سياسات التعديل الهيكلي التي تم إعدادها و تنفيذها بالاتفاق مع صندوق النقد الدولي و البنك الدولي و مصادر التمويل الغربية. وبسبب الوضعية التي آلت إليها هذه الدول و المتمثلة في المديونية الخارجية الكبيرة جدا، فإنه غالبا ما تلجأ هذه الدول إلى طلب إعادة جدولة بعض أو كل ديونها، خاصة عندما تصل إلى درجة عدم القدرة على الوفاء بها، حيث يتم الاتفاق بين الدولة المدينة و الأطراف الدائنة على تمديد فترة السداد، وهنا تتعرض إلى جملة من الضغوط.[2]

1-2-2- أهداف الخوصصة:

يجب أن تكون برامج الخوصصة إجابة لأهداف محددة، وإذا كانت الإجابة على المشاكل و الدوافع المذكورة

---

[1] أحمد ماهر: دليل المدير في الخصخصة، مرجع سبق ذكره، ص 30.

[2] ناصر دادي عدون وشعيب شنوف: الحركية الاقتصادية في الدول النامية بين عالمية مالك بن نبي و العولمة الغربية، مرجع سبق ذكره، ص 107.

سابقا هي أهداف عامة، إلا أن ثمة أهداف أخرى و التي تكون أحيانا مرتبطة فيما بينها، وهي خاصة أكثر بالدول النامية بصفة عامة، و يمكن استعراض أهم أهداف الخوصصة فيما يلي:

1-2-2-1- الأهداف الاقتصادية:

تهدف الدولة من وراء تطبيق سياسة الخوصصة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية، ويأتي تحسين الكفاءة في مقدمة هذه الأهداف.

أ- تحسين الكفاءة:

وذلك من خلال رفع كفاءة الاقتصاد الوطني عن طريق انسحاب الدولة من النشاط الاقتصادي وخاصة من القطاعات الإنتاجية، وتحقيق الكفاءة في إدارة وتشغيل الخدمات والأنشطة التي تقوم عليها أنشطة الدولة،مع جعل المبادئ الاقتصادية والتجارية مؤشرا للقياس.[1] و من الثابت بالتجربة في جميع دول العالم أن القطاع الخاص يكون في الغالب أكثر كفاءة في استثمار الموارد المتاحة وإدارة وحدات الأعمال بهدف الربح – لأن المالك لرأس المال يبذل قصارى جهده لتجنب معيقات النشاط المنتج، و بالتالي فتحويل الملكية إلى القطاع الخاص و الإدارة لمنطق السوق سوف تؤدي إلى تقليل التأثيرات السياسية و الخارجية عموما على قرارات الإدارة .[2]

ينظر إلى الكفاءة بشكل عام من خلال قدرة القطاع الخاص على تحقيق تكاليف إنتاج أقل من تلك التي يحققها القطاع العام. و يمكن الإشارة إلى خمسة أبعاد للكفاءة:[3]

– كفاءة تخصيص الموارد. وتستوجب تسعير السلع النهائية بما يعكس تكلفة توفيرها، أي السعر يجب أن يساوي التكلفة الحدية.

– الكفاءة التقنية و تستوجب اختيار فن الإنتاج الذي يحقق إنتاج السلع بأقل تكلفة.

– كفاءة الحجم و تستوجب إمكان وضع حدود على الدخول غير المجدية في البضاعة.

– الكفاءة النابعة من التنافس و التنظيم و تستوجب توفير الظروف التنافسية خارج المؤسسة و التنظيمية داخلها لإجبار الإدارة على بذل أقصى الجهود الممكنة لتخفيض التكاليف.

– الكفاءة الحركية الديناميكية و تستوجب تنشيط الاختراع و التجديد في المؤسسات القائمة

---

[1] مسعود كسرى: "التحرر الاقتصادي والخوصصة"، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، جامعة ، عدد 12، 2005، ص215.

[2] جاسم مجيد: المديرون والمنظمات في ظل المتغيرات العالمية، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2005، ص21.

[3] عبد العزيز سالم بن حبتور: إدارة عمليات الخصخصة وأثرها في اقتصاديات الوطن العربي، دار صفاء للنشر و التوزيع، الأردن، 1997، ص31.

ب- توسيع دور القطاع الخاص وقاعدة الملكية:

تهدف الخوصصة بما تحمله من معنى زيادة دور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي إلى توسيع قاعدة الملكية الخاصة وزيادة دور القطاع الخاص في تملك وإدارة موارد الاقتصاد القومي، حيث أثبتت الدراسات أن هذا القطاع أكثر كفاءة في استخدام الموارد و إدارة وحدات الإنتاج، لأن المالك الخاص يستطيع تجنب العوامل المعيقة لإدارة مؤسسات القطاع العام ويعمل على زيادة فعالية الرقابة على المشروع بما يحقق مزيدا من الحرص و الانضباط، وهذا يؤدي إلى زيادة الربحية في القطاع الخاص، الشيء الذي يؤدي إلى زيادة معدلات النمو وتحسين مستويات الدخول، و إنعاش الاقتصاد القومي وتحقيق مناخ اجتماعي أكثر استقرارا، وتوسيع قاعدة الملكية من الأهداف الهامة في الدول النامية على وجه الخصوص لأن ذلك يؤدي إلى تعميق الشعور بالانتماء لدى الأفراد و يمكنهم من المشاركة في اتخاذ القرارات الاقتصادية.

ج- تطوير أسواق المال المحلية:

تلعب أسواق المال دورا حيويا في عملية التنمية الاقتصادية، من خلال تجميع المدخرات بأشكالها وآجالها المختلفة و إعادة استثمارها. ونظرا لكون البنوك التجارية لا تستطيع بمفردها تمويل الاستثمارات متوسطة و طويلة الأجل لقلة الأرصدة المتاحة لديها، كما أن قيامها بتمويل الاستثمارات بالعملة الوطنية يمكن أن يترتب عنه آثار تضخمية. هنا تبرز أهمية أسواق رأس المال في التنمية الاقتصادية كآلية هامة لتجميع المدخرات من الأفراد و الشركات و توجيهها لمسارها الصحيح، وتقوم بتحويل رؤوس الأموال من القطاعات ذات القدرة على التمويل إلى القطاعات ذات الحاجة إلى التمويل.

ولما كان من مقتضيات سياسة الخوصصة زيادة عدد المؤسسات الخاصة فإن ما ينتج عن ذلك هو زيادة حاجة هذه المؤسسات إلى التمويل من أسواق المال كما تعمل الخوصصة على تنشيط الأسواق المالية المحلية من خلال زيادة قاعدة الأسهم و الملكية، وجذب المستثمرين الذين يبحثون عن تنويع محافظهم المالية و الذين يثقون بالإدارة غير الحكومية. في المقابل تساهم الأسواق المالية في توفير التمويل اللازم للمؤسسات الخاضعة للخوصصة، كما تساعد على تقييم المؤسسات من خلال تحديد قيمة أسهمها المطروحة في هذه الأسواق وفقا للعرض و الطلب. ويقتصر دور الدولة في هذا المجال على إصدار التشريعات المناسبة لتنظيم السوق المالية و توفير سبل تطورها. أما عملية تنشيطها فتتم مع زيادة عدد المشروعات الخاصة التي تعمل في السوق من خلال السوق المالية.

د- جذب الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر:

يمكن أن نميز الاستثمار المباشر عن استثمار المحفظة (أو الاستثمار غير المباشر) من خلال كون هذا الأخير يجري في شكل مساهمة في شركة بهدف الحصول على عائد مالي، كما يتميز بسيولة أكبر ولا يقتضي المراقبة في الشركة المستثمر فيها. في حين يجري الاستثمار المباشر من خلال الحصول على مصلحة دائمة من خلال سلطة قرار فعلية في تسيير المؤسسة.

ومن بين أهم إجراءات تهيئة المناخ الاستثماري في الدول المتخلفة فتح المجال أمام القطاع الخاص المحلي والأجنبي وضمان حركيته وتدعيمه بالإطار القانوني والتشريعي الذي يستقطبه ويمكنه من أداء دوره كاملا ودون ارتياب أو تخفظ.[1] حيث تعمل الخوصصة على جذب المستثمرين الأجانب لشراء حصص في المؤسسات العامة التي تتم خوصصتها، ويمكن أن تساهم هذه الاستثمارات في حالة توطينها في توسيع القاعدة الإنتاجية والتخفيف من حدة البطالة والاستفادة من التحويلات التكنولوجية.

ومنذ بداية سنوات 1990، أصبحت العديد من الدول النامية جذابة من جديد للاستثمارات الأجنبية بعد أن كانت حصتها في استقبال هذه الاستثمارات في تناقص مستمر حتى نهاية سنوات 1980 (باستثناء الاقتصادات الحركية في جنوب آسيا) ، ومن بين العوامل المفسرة لذلك يمكن أن نذكر على الأقل مسار الإصلاحات الاقتصادية. فقد شرعت العديد من الدول النامية في التحرير الاقتصادي من خلال تشجيع نمو القطاع الخاص و تنظيم التشريع المتعلق بالاستثمار الأجنبي، وكان إطلاق برامج طموحة للخوصصة (أمريكا اللاتينية، أوروبا الشرقية) قد خلق فرصا ملائمة للاستثمارات الأجنبية.[2]

1-2-2-2- الأهداف المالية:[3]

– من الأهداف المهمة هو تخفيض أعباء الموازنة العامة المتمثلة في الإسراف المستمر للموازنة العامة في صورة دعم مستمر ومتزايد للمشروعات العامة والخاسرة عن طريق تقديم المنح والمساعدات.

– زيادة إيرادات الدولة من خلال الضرائب المباشرة وغير المباشرة على الشركات بعد خصخصتها.

– تخفيض الدين العام وتخفيض الأعباء المالية المستمرة والمرتبطة بخدمات الدين العام.

---

[1] مرداوي كمال: " الاستثمار الأجنبي المباشر وعملية الخوصصة في الدول المتخلفة "، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، مرجع سبق ذكره.

[2] Rezig (Abdelouahab), Algérie Brésil Corée du Sud, trois expériences de développement, op.cit., p124.

[3] حسن عبد الكريم سلوم و خديجة جمعة الزويني: "دور المؤسسات الصغيرة في دعم عمليات الخصخصة في البلدان العربية"، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، 17-2006/04/18.

- امتصاص جزء من السيولة المتداولة التي تقود إلى التضخم النقدي بتحويلها إلى موجودات ثابتة يتقاسم الأفراد ملكيتها في حين يعود جزء من الكتلة النقدية إلى الدولة لتغطية إنفاقها الجاري والاستثماري.

1-2-2-3- الأهداف السياسية:

تكمن أهم الأهداف السياسية وراء تبني سياسة الخوصصة في:[1]

- الحد من فرص ممارسة الفساد واستغلال المال العام من قبل المسؤولين الحكوميين والسياسيين وإدارة المؤسسة.
- إعادة الملكيات والأصول إلى القطاع الخاص التي سبق أن أممت يؤدي إلى مصالحة وطنية وزيادة الثقة بسياسة الدولة نحو تشجيع القطاع الخاص.

فالخوصصة في ظل الأسواق المفتوحة تؤدي إلى القضاء على الشعارات التي يستخدمها الاشتراكيون والبيروقراطيون رغم ثبات فشلها، والقطاع الخاص أقدر على استبعاد السياسيين من استخدام مراكزهم لتحسين صورهم من خلال توظيف الناخبين لصالحهم وعرض السلع بأسعار غير حقيقية وما ينجم عن ذلك من مشاكل اقتصادية طويلة الأجل، وبعد تخلي الدولة عن معظم الأنشطة الاقتصادية تتفرغ للاهتمام بأمور الدفاع والأمن والصحة...الخ.[2] بالإضافة إلى سن التشريعات وتنظيم وإدارة الهيكل العام للنشاط الاقتصادي.

1-2-3- الخوصصة بين التأييد والرفض:

لقد كانت سياسة الخوصصة مجالا خصبا للكثير من الانتقادات و الاعتراضات نظرا لما تحمله من تأثيرات وانعكاسات على العديد من مناحي الحياة لاسيما الاجتماعية منها. و يمكن إجمال حجج و آراء معارضي الخوصصة فيما يلي:

1- تنطلق هذه الانتقادات من الأصل الذي نشأت منه الخوصصة كسياسة اقتصادية تتبناها المؤسسات الدولية و تدعوا إليها (صندوق النقد الدولي و البنك الدولي)، حيث دفعت هذه المؤسسات إلى تصفية القطاع العام وتدعيم القطاع الخاص داخل البلدان النامية. وزرع السياسات الرأسمالية في أنحاء العالم يهدف لتكريس الهيمنة ليس إلا.[3] وستكون الخوصصة وبالا على شعوب الدول النامية لما تؤديه من إلغاء لدور الدولة في الحياة الاقتصادية و مهامها الاجتماعية. و أثبتت العديد من التجارب أن تطبيق سياسة الخوصصة كما يراها

[1] حسن عبد الكريم سلوم و خديجة جمعة الزويني: "دور المؤسسات الصغيرة في دعم عمليات الخصخصة في البلدان العربية"،مرجع سبق ذكره.

[2] صلاح الدين حسن السيسي: قضايا اقتصادية معاصرة- دراسات نظرية وتطبيقية-، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2002، ص136.

[3] ناصر دادي عدون وشعيب شنوف: الحركية الاقتصادية في الدول النامية بين عالمية مالك بن نبي و العولمة الغربية، مرجع سبق ذكره، ص 141.

صندوق النقد الدولي[1] تسببت باهتزازات عنيفة في الحياة الاقتصادية والاجتماعية، حيث أدت في كثير من الدول إلى تكسير النسيج الصناعي وغلق العديد من المؤسسات و تسريح العمال و غلاء المعيشة. وتراجع الأهداف الاجتماعية لهذه الدول أمام الأهداف الاقتصادية التي يسعى إليها رأس المال الخاص و التي تتمحور حول تعظيم الأرباح.

2- يرتكز معارضو الخوصصة على أنها نتاج تطور الرأسمالية الأوروبية، وهو ما لم يتوفر تاريخيا في البلدان النامية بفعل العوامل التاريخية التي حالت دون نمو الرأسمالية فيها. و التتبع التاريخي لمسيرة الدول الرأسمالية يثبت أن الدولة لعبت دورا هاما في الحياة الاقتصادية و الاجتماعية، فآدم سميت لم يعترض على تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية عند الضرورة، وقد كان النجاح الكبير لفرانكلين روزفلت في الولايات المتحدة الأمريكية و سياسته التدخلية رفضا سياسيا قاطعا لنظريات "دعه يعمل"، وأصبح وجود تفسير جديد و نظرية جديدة أمرا ضروريا، فجاء كينز بـــ"النظرية العامة للعمل، الفائدة و النقود"[2] ، وطالب بتدخل الدولة لتشجيع الطلب الكلي و إنقاذ النظام الرأسمالي من أزمات الكساد، ثم دفعت أزمة الكساد التضخمي في السبعينات في الدول الرأسمالية ببريطانيا و الولايات المتحدة الأمريكية (عهد تاتشر و ريجان) إلى التراجع عن القطاع العام وتمجيد القطاع الخاص، في حين فرضت هذه السياسات على البلدان النامية بلا قيود أو حدود.

3- إن مسألة الكفاءة الاقتصادية و الإنتاجية لا ترتبط دائما بالتحول من القطاع العام إلى القطاع الخاص. فعوامل الضعف في مسيرة وبنية القطاع العام ليست وليدة طابع الملكية، و إنما هي النتيجة الموضوعية لإستراتيجية التنمية المتبعة، ولأسلوب إدارة الاقتصاد الوطني البعيد عن الممارسة الديمقراطية.[3] فالتخطيط السيئ للمشاريع و الاختيار السيئ لخطوط الإنتاج و التدخل الحكومي المفرط في الرقابة على المتغيرات الإدارية كلها عوائق يمكن إزالتها تدريجيا، ويمكن تحقيق الكفاءة من خلال إعادة هيكلة القطاع العام، وإدارته من قبل الدولة لكن بنفس طرقة القطاع الخاص القائمة على الأسس التجارية، وتطوير إستراتيجيات إدارية فعالة. أما التركيز على مسألة الملكية فيخدم نفوذ رأس المال العالمي و الدول الرأسمالية.

4- العقبات التي تواجه سياسة الخوصصة وأهمها زيادة نسب البطالة هي أمور لا يتقبلها الشعب بسهولة. فالخوصصة في الدول النامية لم تكن إلا في وضع صعب و متدهور، ونتيجة لذلك بقيت الشعوب مطالبة

---

[1] يعتبر صندوق النقد الدولي من أنصار تطبيق سياسة الخوصصة السريعة أو ما يسمى "العلاج بالصدمة" (Thérapie de choc) كما تتصور ذلك مدرسة شيكاغو واقتصاديون آخرين وعلى رأسهم جيفري ساكس.

[2] Temmar (Hamid): Les fondements théoriques du libéralisme, OPU, 2005, p91.

[3] محمد رياض الأبرش و نبيل مرزوق: الخصخصة- آفاقها و أبعادها-، مرجع سبق ذكره، ص 129.

بالاستمرار في معاناتها في ظل السياسات الجديدة، فقد اضطر العمال في الكثير من المؤسسات العامة إلى دفع تكاليف اجتماعية باهظة باعتبار الخوصصة تؤدي إلى فقدان مناصب العمل، و أرباب العمل الجدد يمكنهم فصل الأجراء مقابل مصاريف ضئيلة أو حتى بدون مصاريف.[1] وهو ما ينبئ بحدوث كوارث اجتماعية.

5- في الدول النامية غالبا ما يفتقر المستثمرون المحليون إلى رأس المال الكافي، مما يثير المخاوف من أن تؤدي الخوصصة إلى سيطرة الأجانب على الثروات الوطنية. فالشركات متعددة الجنسيات تبحث عن الاستيلاء على أية وحدات إنتاجية هامة في بلدان العالم الثالث ولو تحت شعار الشركات المشتركة مع القطاع العام، وهي عادة ما تتهم بنهب ثروات البلد المستقبل لها من خلال اهتمامها فقط بربحها، وإخلال موازين المدفوعات من خلال حركات رؤوس الأموال (خاصة ترحيل الأرباح)، استغلال اليد العاملة المحلية، عدم تحويل التكنولوجيات بشكل كاف، وممارسة سلطة سياسية هامة وخطيرة على الديمقراطية.[2] وفي هذه الدول عادة ما تتركز معظم الاستثمارات الأجنبية المباشرة في قطاعات محدودة مثل النفط و الصناعات الإستخراجية الأخرى[3]، وفي مجال الخدمات، مثل الخدمات المالية و السياحية، وتتميز بدرجة كبيرة من التقلب من خلال بحثها عن المناطق التي تتوفر فيها التسهيلات و الإعفاءات و اليد العاملة، فتدخل و تخرج لنفس الأسباب.

6- لا تؤدي الخوصصة بالضرورة إلى توسيع قاعدة الملكية وتوزيع أفضل للدخول بل قد تؤدي إلى تركيز أكبر لرأس المال في أيدي الفعاليات المالية والتجارية واستبدال احتكار القطاع العام لبعض الخدمات و الصناعات الأساسية باحتكار الخواص الذين يتمتعون بقدرات مالية كبيرة، أو الشركات الأجنبية. إلى المدن و المناطق الرئيسية و الغنية بما يتعارض مع مفهوم تنمية المناطق المتخلفة و الفقيرة.

مما سبق يتضح أن الخوصصة ليست من السياسات السهلة، ودراستها كذلك ليس بالأمر السهل، نظرا لما تنطوي عليه من مفاهيم و مضامين تتعدى الحدود الاقتصادية، وترتبط بالتنمية خاصة في بعدها الاجتماعي. وهو ما يفسر لنا كثرة الآراء و الاتجاهات التي تجاذبت هذه السياسة.

1-3- شروط وأساليب الخوصصة

تتطلب سياسة الخوصصة تحقق مجموعة من الشروط لضمان نجاحها، وتتم من خلال عدة طرق وأساليب.

---

[1] Stiglitz (Joseph): La grande désillusion, Fayard, Paris, 2002, p89.

[2] Fontanel (Jaques): Géoéconomie de la globalisation, OPU, Alger, 2005, p256-257.

[3] ضياء مجيد الموسوي: العولمة واقتصاد السوق الحرة، مرجع سبق ذكره، ص126.

1-3-1- شروط الخوصصة:

نظرا لضرورة تكامل سياسة الخوصصة مع سياسات الإصلاح الاقتصادي باعتبارها وسيلة لزيادة كفاءة تخصيص واستخدام الموارد، فالخوصصة « ما هي إلا جزء من مسيرة الإصلاح الاقتصادي والمالي وليس بديلا عنها »[1]، ولضمان نجاحها لا بد من توفر بعض الشروط والمقومات. فهناك شروط ومتطلبات تسبق تنفيذ سياسة الخوصصة هدفها إيجاد البيئة الملائمة قبل بدء التنفيذ، وشروط أخرى يتعين مراعاتها عند تطبيق الخوصصة وتساهم بشكل فاعل في نجاحها.

1-1-3-1- الشروط التي تسبق تطبيق الخوصصة:

تختلف هذه الشروط باختلاف الدول، حيث تختلف في الدول النامية عنها في الدول المتقدمة، وتختلف تبعا لاختلاف النظام الاقتصادي القائم، وبالرغم من تعدد الشروط التي يجب توفيرها قبل بدء تنفيذ الخوصصة، إلا أن هناك شروطا رئيسية ضرورية لكل الدول التي تريد تطبيق هذه السياسة وأهمها:

أ- تهيئة الرأي العام:

قبل البدء في تطبيق الخوصصة يجب القيام بحملة توعية كبيرة توضح المفاهيم الصحيحة للخوصصة وآثارها المتوقعة. هذه الحملة تكون من خلال وسائل الإعلام المختلفة والندوات وغيرها.

ب- القائمون على تنفيذ الخوصصة:

يعتبر القائمون على تنفذ الخوصصة أهم وأخطر الأطراف المتدخلة فيها، وهم المسؤولون عن نجاحها أو فشلها. ونظرا لما تتطلبه هذه العملية من خبرات متخصصة و مؤهلة، فمن الضروري إنشاء هيئة عليا تتولى تنفيذها بكفاءة و فعالية، كما تتولى الرقابة و الإشراف على المؤسسات التي يراد خوصصتها. ويجب أن ترتبط هذه الهيئة بالمستويات السياسية العليا في الدولة حتى تتوفر لها القوة و الدعم اللازمين لإصدار القرارات. فالمستوى السياسي تمثله وزارة أوهيئة خاصة بهذا الغرض تتكون من أعضاء من الحكومة، وظيفته اتخاذ القرارات و تحديد الأولويات و إعداد برنامج الخوصصة. أما المستوى التقني فيتكون من الهيئات التنفيذية لبرنامج الخوصصة، ويمكن أن يكون مجلسا أو مكتبا أو وكالة للخوصصة. ويختلف عدد الهيئات في كل مستوى من بلد لآخر، فبعض الدول تختار مركزتها، في حين تختار دول أخرى تعدد المتدخلين، إلا أن هذا التعدد عادة ما يحمل عدة مخاطر، خاصة من خلال تداخل الصلاحيات و البطء في مسار الخوصصة.

---

[1] بن عيشي بشير: " مشكلات عملية الخوصصة وآثارها الاجتماعية والاقتصادية "، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، مرجع سبق ذكره.

ج- المؤسسات المستبعدة من الخوصصة:

يقصد بالوحدات الاقتصادية القابلة للخوصصة تلك الوحدات التي تمتلكها الدولة، والتي يمكن لها أن تتخلى عنها للقطاع الخاص، نظرا للمزايا العديدة التي تتحقق من ذلك، وهذا بطبيعة الحال يعني، أنه يوجد أيضا بعض الوحدات العامة التي يجب على الدولة أن تحتفظ بها، باعتبارها تمس الصلاح العام ، وتمثل دورا حيويا وإستراتيجيا، يصعب أن تتخلى عنه الدولة، وإلا اعتبر ذلك تخليا عن دورها في تقديم الخدمات العامة الرئيسية، وتلك التي تمثل خطورة قومية أو أهمية إستراتيجية.[1]

فهناك أنشطة تتمتع باحتكار فعلي، وأهم ما يميزها إنفراد الدولة وحدها بإنتاج سلعة أو أداء خدمة واستئثارها في هذا المجال بمجموع عناصر السوق بما يمكنها من القضاء على جميع منافسيها، وذلك لحماية المستهلكين وانتفاعهم بخدماتها. لكن يترتب عن عدم خوصصتها حرمان الأفراد من ممارسة الأنشطة التي تزاولها هذه المشاريع.

د- تهيئة البيئة الاقتصادية الملائمة:

تعتبر الخوصصة ركنا أساسيا من أركان سياسات التحرير الاقتصادي، وذلك عن طريق تحرير السياسات الاقتصادية الكلية والجزئية[2]، و لا بد أن نذكر أنه في ظل الدور الإنمائي للدولة سابقا، تبنت العديد من الدول النامية سياسة إحلال الواردات، حيث تضمنت هذه السياسة العديد من الإجراءات الحمائية للتجارة الخارجية في شكل قيود جمركية وغير جمركية بالإضافة إلى الدعم المباشر للإنتاج، كما تدخلت الحكومة في السوق النقدية و المالية من خلال تحديد أسعار الفائدة، وفي أسواق المنتجات من خلال تحديد أسعار السلع.[3] هذه السياسات أدت إلى تدني كفاءة القطاع العام و تفاقم العجز وعليه يجب أن يسبق تطبيق الخوصصة ترك قوى السوق تقوم بدورها في توجيه الاقتصاد، ويتم ذلك على مراحل متدرجة تجنبا للآثار السلبية، ويتضمن التحول للاعتماد على آليات السوق:

د-1- تحرير الأسعار:

لا يتحقق الاستخدام الأمثل لموارد الإنتاج إلا من خلال التبادل التنافسي الذي يعكس تفاعل قوى العرض و الطلب على السلع. و السعر يمثل الأداة الوحيدة عمليا لتحقيق التوازن الكفء في السوق. ولهذا يتعين على الحكومات المقبلة على تطبيق الخوصصة أن تبدأ في إلغاء الأسعار المحددة بطريقة إدارية و أن تقوم بتقليص الدعم تدريجيا إلى أن يتم التخلي عنه.

---

[1] محمد عبد الله الظاهر: الضرورات التي تفرضها سياسة الخصخصة في مجال علاقات العمل، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2004، ص188.

[2] مسعود كسرى: التحرر الاقتصادي والخوصصة، مرجع سبق ذكره، ص212.

[3] عبد العزيز سالم بن حبتور: إدارة عمليات الخصخصة وأثرها في اقتصاديات الوطن العربي، مرجع سبق ذكره، ص39.

د-2- دعم المنافسة في السوق:

ترتبط المنافسة إلى حد كبير بتحرير الأسعار ، والذي يعتبر شرطا ضروريا لضمان تحقيقها،إلا أن ذلك لا يعد كافيا ما لم يكن مصحوبا بقواعد تضمن الحيلولة دون تعطيل المنافسة. ويتعين على الدولة توفير هذه القواعد و التدخل في السوق لمنع الاحتكارات من خلال تنظيم التشريعات و توفير فرص متكافئة بين المشاريع العامة و الخاصة وحتى يكون معيار الكفاءة هو المحدد الوحيد لنجاح أو فشل المؤسسات.

د-3- تحرير النظامين النقدي والمالي:

من الضروري تحرير النظامين النقدي و المالي لأنه من الدعائم الأساسية لتحرير الأسعار و دعم المنافسة، وذلك من خلال تحرير أسعار الصرف و الفائدة و الإصلاح الضريبي. فتحرير سعر الصرف وفق العرض و الطلب يؤدي إلى تقييم السلع و الخدمات بأسعارها الحقيقية و توفير المناخ الملائم للاستثمار، حيث يؤدي سعر الصرف الحقيقي، الذي يجعل الاقتصاد أكثر تنافسية، إلى تحويل الموارد إلى قطاع السلع الدولية (الموجهة للتصدير).[1] أما تحرير أسعار الفائدة فيحقق المنافسة بين البنوك ويزيد من كفاءة العمليات المصرفية من جهة وكفاءة استخدام القروض من جهة أخرى مما يؤثر إيجابيا على مناخ الاستثمار. وفي مجال الإصلاح الضريبي، يجب أن تتضح التشريعات الضريبية و تتقلص مظاهر البيروقراطية بما يشجع الاستثمار الخاص.

د-4- تحرير التجارة الخارجية:

يكون ذلك بإبعاد تدخل الدولة التفضيلي تجاه الواردات و الصادرات، دون أن يعني هذا إزالة كافة القيود أمام التجارة الخارجية، و إنما اعتماد التعريفة الجمركية المتدرجة حسب أنواع السلع وتخفيف القيود الكمية و القيود غير الجمركية. يؤدي تحرير التجارة الخارجية إلى تفعيل المنافسة، فالمتضررون تتحتم عليهم المنافسة اللازمة لتصدير منتجاتهم ، و المنتجون المحليون يتحتم عليهم الاقتراب من التكاليف العالمية حتى يمكنهم منافسة الواردات. و يرتبط تحرير التجارة الخارجية بتحرير الأسعار و سعر الصرف.

د-5- إعادة هيكلة المؤسسات العمومية:[2]

تعتبر المؤسسات العمومية المطروحة للخوصصة في العادة غير مؤهلة، مما يجعلها لا تحظى بالإقبال عليها لشرائها وهذا ما يدفع السلطة العمومية إلى إعادة هيكلتها بقصد ضمان استمرارية هذه المؤسسات من جهة، وضمان زيادة

---

[1] عبد المجيد قدي: المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية تقييمية، مرجع سبق ذكره، ص132.

[2] نفس المرجع السابق ، ص241-242.

متحصلات البيع الناجم عن خوصصتها و تعتبر عملية إعادة الهيكلة نوعا من الإعداد و التطوير للمؤسسات في اتجاه الملكية الخاصة.

تتضمن عملية إعادة الهيكلة مجموعة من الأساليب أهمها:

- تجميع المؤسسات العامة في صورة شركات قابضة:بحيث تمثل الشركات القابضة عنصر الملكية الخاصة بالدولة، وهي في ذات الوقت تبتعد عن الهياكل الإدارية و التنظيمية للدولة (الوزارات).

وتخضع عملية التجميع إلى مدى تماثل و تكامل أنشطة المؤسسات، إذ أن ضم الأنشطة تحت مظلة شركة قابضة واحدة يتم بالاستناد إلى كونها من نوع واحد، أو إلى كونها متكاملة رأسيا – عموديا- (الإنتاج، التخزين، النقل، البيع...) أو أفقيا (الشركات العاملة في مجال الأسمدة، الكيماويات، الورق).

- تفريع المؤسسات العامة (filialisation): ويتم هذا من خلال دراسة أنشطة مختلف المؤسسات العامة قصد الوقوف على الأنشطة المربحة، و الأنشطة غير المربحة. وعلى أساس الأنشطة المربحة يتم إعادة دمج بعض المؤسسات و إنشاء مؤسسات جديدة، ويتم التخلي عن الأنشطة غير المربحة إذا لم تكن هناك إمكانية للتأهيل من جديد. فيتم تكوين مؤسسة جديدة وتمكينها من عناصر الانطلاق و الإقلاع.

1-3-1-2- شروط تنفيذ الخوصصة:

يتطلب تنفيذ الخوصصة مجموعة من الشروط أهمها:

أ- إصدار التشريعات المناسبة:

من أهم أسس نجاح سياسة الخوصصة تهيئة البيئة الاقتصادية المناسبة للملكية الخاصة من خلال تعديل وسن التشريعات والنظم التي تحمي حقوق الأفراد وسياسات الاقتصاد الكلي المحفز للاستثمارات الخاصة، وأيضا إيجاد بيئة قانونية متكاملة تتوفر على حزمة من القوانين الأساسية الضرورية، مثل قوانين التجارة والشركات والقوانين المالية وقوانين الضرائب ، بالإضافة إلى مراجعة القوانين الموجودة حتى لا تتعارض مع توجهات الخوصصة.[1]

فتحرير الأسواق وتفعيل المنافسة وتشجيع الاستثمار يتطلب أرضية قانونية ملائمة لتكريس حرية القطاع الخاص ووضع ضوابط نشاطه، وحماية العمال والبيئة المستهلكين، وضمان عدم سيطرة الأجانب على الأنشطة الحيوية من خلال مراقبتها. وقد أناطت العديد من الدول بالسلطة التشريعية اختصاص تقرير الخوصصة لكون المشاريع العامة من الأموال المملوكة للدولة والتي لها حرمة، وأي تصرف فيها أو تنازل عنها يجب أن يكون بناء على القانون.

[1] حسن عبد الكريم سلوم وخديجة جمعة الزويني: "دور المؤسسات الصغيرة في دعم عملية الخصخصة في البلدان العربية، مرجع سبق ذكره، ص11.

ب- الإعلان عن المؤسسات التي تتم خوصصتها:

يجب على الدولة أن تقوم بإجراء مسح شامل للقطاع العام و تصنيف مؤسساته حسب أهميتها وقابليتها للدخول إلى القطاع الخاص، وتحديد تلك التي تطبق عليها الخوصصة وتلك التي تبقى تحت سيطرة الدولة من خلال الاسترشاد بعدة معايير تختلف من دولة إلى أخرى وأهمها:

– الربحية: تفضل الدولة التخلص من الوحدات الخاسرة إلا أن إعادة هيكلتها مسالة ضرورية قبل خوصصتها.

– الحجم: تحويل المشاريع الأصغر يكون في الغالب أسهل خاصة مع بداية الخوصصة.

– الملكية: المؤسسات المشتركة بين القطاعين العام و الخاص يكون فيها مع حصة القطاع العام أسهل.

– هيكل السوق: يمكن التركيز على خوصصة المؤسسات التي يؤدي تحويلها إلى القطاع الخاص إلى تصحيح الوضع الاحتكاري و تفعيل المنافسة.

–التغيير التكنولوجي: يمكن من البداية التركيز على المؤسسات العاملة في المجالات التي تتميز بارتفاع معدل التغيير التكنولوجي، فهي أكثر ملائمة للقطاع الخاص.

وهناك معايير أخرى تتعلق بالأهمية الإستراتيجية للمؤسسات العامة وحجم العمالة و غيرها. بعد إجراء مسح شامل للقطاع العام، يتم ترتيب المؤسسات التي يتم خوصصتها وفق برنامج زمني محدد وحسب قدرة السوق على استيعابها و تطور أسواق رأس المال وتكامل مراحل الخوصصة مع برامج الإصلاح الاقتصادي.

ج- التقييم الصحيح للمؤسسات:

يعد تقييم المؤسسات العامة المرشحة للخوصصة من أدق المسائل اللازمة لذلك و أعقدها، ويتم من خلال:

– الطريقة المحاسبية التي تعتمد على القيمة الدفترية لموجودات الشركة حيث تساوي قيمة رأس المال القيمة الصافية لرأس المال المدفوع و الاحتياطات و الأرباح المحتجزة. في هذه الطريقة تختلف القيمة الدفترية للموجودات من شركة إلى أخرى باختلاف سياسات الاهتلاك المتبعة(إهتلاك ثابت أو متزايد)، كما أن تقييم الموجودات بهذه الطريقة وليس على أساس الاستطاعة الإنتاجية وتوليد الأرباح قد يؤدي إلى تقييمها بأقل أو أكثر من قيمتها الاقتصادية.

– الطريقة المحاسبية المعدلة وتعتمد على قيمة رأس المال المحاسبي و إضافة قيمة الشهرة. يعتري هذه الطريقة نفس مشاكل الطريقة السابقة بالإضافة إلى صعوبة تحديد قيمة الشهرة.

– الطريقة التمويلية و تأخذ بعين الاعتبار القيمة الحالية للأرباح المتوقع تحقيقها وسياسات الاهتلاك مع إهمال الاستثمارات الهامشية (التي تساعد عادة على التشغيل الكامل لعناصر الإنتاج). وطرح قيمة الديون المترتبة على الشركة.

و القيمة التي يسفر عنها تقييم المشروع العام، تعتبر قيمة مبدئية يسترشد بها في إتمام عملية التحويل، باعتبار أن القيمة النهائية تتحدد حسب ميكانيكية التحويل وتبعا لتقديرات مختلف الأطراف.[1] ويشكل التقييم عنصرا مهما في عملية الخوصصة، لأن التقييم المرتفع قد يطرد المستثمرين أو يجعل معظمهم يحجم عن شراء الوحدة المراد بيعها، أما البيع بأسعار اقل مما يجب فيؤدي إلى خسائر وانخفاض للعائدات المتوقعة من عملية الخوصصة.[2]

د- اختيار الأسلوب الملائم للخوصصة:

يعتمد أسلوب الخوصصة على الهدف منها، وخصائص المؤسسات التي يتضمن برنامجها. فإذا كان هدف الخوصصة توسيع دائرة الملكية، يكون طرح أسهم المؤسسات للتداول العام هو الأسلوب الأمثل. أما إذا كان الهدف منها توفير خبرات إدارية ومعارف تكنولوجية، فقد تكون خوصصة الإدارة من خلال عقود الإدارة هي الأنسب.[3] أما هدف تفعيل المنافسة فيقتضي تقسيم المؤسسة الكبيرة إلى وحدات لها شخصية مستقلة ثم بيعها بدلا من بيع المؤسسة كوحدة واحدة. وقد تدخل الاعتبارات الاجتماعية فتقوم الدولة باختيار الأسلوب الذي يؤدي إلى مشاركة العمال وأفراد الطبقة الوسطى في ملكية المؤسسات.

هـ- مواجهة عقبات الخوصصة:

يجب أن يتميز برنامج الخوصصة بالواقعية، من خلال الأخذ بعين الاعتبار القيود و المشاكل التي يواجهها و أهمها:

هـ-1- القيود السياسية:

يقصد بذلك احتمال وجود معارضة ضد الخوصصة أو التوسع فيها، خاصة من طرف الأحزاب السياسية و النقابات العمالية. ويمكن مواجهة اتهاماتها من خلال حملة إعلامية تتضمن ردودا مباشرة وغير مباشرة عليها. فالخوف من المستثمرين الأجانب يرد عليه بتوضيح الأنشطة التي يسمح لهم بالدخول فيها وتلك التي تقتصر على المستثمرين الوطنيين و نسبة الملكية المسموح بها لكل فئة، و تكشف التجربة الإسبانية على أن المستثمر الأجنبي هو المستثمر المثالي في بعض الحالات، فعندما طرحت أسهم شركة "فولكس واجن" للبيع كان المستثمرون الأجانب هم الوحيدون – من بين المقدمين – الذين يمتلكون المعرفة الفنية و التكنولوجية إضافة إلى القدرة المالية التي تضمن استمرار تشغيل

[1] محمد عبد الله الظاهر: الضرورات التي تفرضها سياسة الخصخصة في مجال علاقات العمل، مرجع سبق ذكره، ص213.

[2] ا بن عيشي بشير: " مشكلات عملية الخوصصة وآثارها الاجتماعية والاقتصادية "، مرجع سبق ذكره، ص07.

[3] منير إبراهيم هندي: الخصخصة – خلاصة التجارب العالمية–، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2004، ص123.

المؤسسات بكفاءة عالية.[1] أما الخوف من تركز الثروة في أيدي قلة من الشعب فيواجه بإعطاء أولوية لتوسيع قاعدة الملكية بطرح أسهم المؤسسات للبيع للجمهور ووضع حد أقصى لعدد الأسهم التي يمكن أن يملكها كل مساهم.

بالنسبة للمخاوف العمالية فهي في الغالب في محلها، ومن المتصور أن يكون هناك عدة أساليب للحد من هذه المشكلة وتخفيف آثارها مثل بيع أسهم المؤسسات للعاملين فيها، وتأجيل أو منع المشروعات ذات العمالة الكثيفة. أو تسهيل منح قروض للعمال تمكنهم من إنشاء مشاريع صغيرة خاصة بهم.

هـ-2- القيود الاجتماعية:

تبرز أهمية القيود الاجتماعية في الشركات ذات النشاط الاحتكاري على مستوى الدولة أو على مستوى مناطقها الجغرافية كمرافق المياه و الكهرباء. فـــ « الاحتكار العمومي يمكنه بكل بساطة أن يتحول إلى احتكار خاص على حساب الجمهور».[2] مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار دون مبرر لذلك. ويمكن مواجهة هذه المشكلة ولو جزئيا بإتباع أسلوب ملائم للخوصصة، حيث يمكن استخدام عقود الإدارة أو تجزئة المؤسسات إلى وحدات مستقلة قبل بيعها، أو استخدام ما يسمى بالسهم الذهبي، ووضع التشريعات لحماية المنافسة، وإنشاء هيئة تنظيمية لذلك.

هـ-3- القيود الاقتصادية:

إن عدم وجود سوق كفء لرأس المال، أو عدم وجود سوق بالمرة لا يمكن معه إتباع أسلوب الخوصصة بطرح الأسهم للتداول العام، مما قد يؤدي إلى تركيز ملكية المؤسسات في يد عدد محدود من المستثمرين، ولا يجب أن تؤدي الخوصصة إلى انتقال المؤسسات العامة إلى القطاع الخاص الأجنبي والمفروض أن تبقى تلك المؤسسات بصفة أساسية بيد القطاع الخاص الوطني، وهذا يطرح ضرورة الاعتماد على السوق المالية المحلية.[3] كذلك قد يواجه برنامج الخوصصة ندرة في المدخرات المحلية، وفي الوقت نفسه لا يسمح للأجانب بالمساهمة في المؤسسات المطروحة للخوصصة مما قد يحول دون بيعها أو بيع أسهمها بأسعار عادلة. كما أن عدم قابلية عملة الدولة للتحويل يشكل استبعادا ضمنيا للمستثمر الأجنبي، والذي من غير المتوقع أن يستثمر أمواله في دولة يصعب فيها تحويل أرباحه إلى عملة الدولة التي ينتمي إليها، بالإضافة إلى مشكلة تقلب سعر صرف العملة، ولهذا يصبح من اللازم على الحكومة أن تنظم التعامل في سوق العملة بما يحقق قدرا من الاستقرار في أسعارها وتحقيق قدر من الأمان للمستثمرين المحليين منهم و الأجانب.

---

[1] منير إبراهيم هندي: الخصخصة – خلاصة التجارب العالمية–، مرجع سبق ذكره، ص116.

[2] E.S.Savas: privatisation et partenariats public-privé, op.cit., p340.

[3] سعيد النجار: التخصيصية والتصحيحات الهيكلية في البلاد العربية، صندوق النقد العربي، 1998، ص35.

1-3-2- طرق وأساليب الخوصصة:

للخوصصة طرق مختلفة، ولكل طريقة من هذه الطرق مزاياها وعيوبها ويعتبر اختيار الطريقة المناسبة من أهم عناصر نجاح عملية الخوصصة.

1-3-2-1- البيع:

يأخذ البيع عدة أشكال وهي:

أ- البيع عن طريق العطاءات (طلب العروض):

يتلخص هذا الأسلوب في دعوة المهتمين بشراء المؤسسة لتقديم عروضهم و المقارنة بين مختلف هذه العروض، واختيار المشتري المناسب.

يتميز هذا الأسلوب بكونه مناسب لجذب عروض الشراء من مشتريين مؤهلين لديهم القدرة الفنية و الإدارية على إبقاء المؤسسة مع رفع كفاءتها كما قد يساعد في الحصول على سعر مناسب من بيع المؤسسة. إلا أنه يؤخذ على هذه الطريقة أنها بطيئة و تتطلب نفقات إدارية مرتفعة، حيث يحتاج هذا النمط من العطاءات إلى دقة بالغة في تطبيقه مع الاستعانة بالخبرات الفنية و القانونية اللازمة، ولذلك يخشى مع ضعف الأجهزة الإدارية في البلدان العربية، أن يؤدي هذا النمط إلى التواطؤ إما بين المشتريين أو بين المشتريين و البائعين. كما أنه قد يتخذ سبيلا إلى بيع جزء هام من القطاع العام إلى المستثمرين الأجانب.[1]

ولذلك يقترح البعض إجراء هذه العطاءات بواسطة العروض المفتوحة و إتاحة الفرصة لمقدمي العطاءات لتعديل عروضهم في ضوء عروض الغير.

ب- البيع عن طريق المزاد العلني:

يستخدم أسلوب المزاد العلني في بيع الأصول المملوكة ملكية عامة من خلال نشر دعوة في وسائل الإعلان المختلفة من أجل دعوة أكبر عدد ممكن من الراغبين في الشراء وزيادة المنافسة بينهم مما يؤثر إيجابيا على السعر. تتميز هذه الطريقة بدرجة عالية من الشفافية وتمكن الدولة من تعظيم إيرادات الخوصصة علاوة على أنها مربحة و غير معقدة، وتتطلب دقة التقييم و الالتزام.بمبادئ العلانية وتكافؤ الفرص و المساواة أمام المستثمرين عند إدارة المزاد، من أهم عيوب هذه الطريقة أنها لا تسمح للدولة بفرض شروط محددة للبيع كما لا تمنع أشكال التواطؤ بين المستثمرين

[1] عبد العزيز سالم بن حبتور: إدارة عمليات الخصخصة وأثرها في اقتصاديات الوطن العربي، مرجع سبق ذكره، ص24.

لتخفيض قيمة الأصول.[1] ولذلك على الدولة أن تقوم بالترتيبات اللازمة للتأكد من وجود عدد معتبر من المتنافسين يمنع التواطؤ بينهم.

ج- البيع لمستثمر أجنبي:

تلجأ الدولة لهذه الطريقة عندما يتطلب المشروع إدخال تكنولوجيا متطورة لتحسين أدائه ورفع كفاءته، بحيث تختار الدولة مستثمرا إستراتيجيا يتميز بالخبرة العالية في هذه الصناعة و إمكانات واسعة عندما لا تستطيع تقديم النفقات الكبيرة اللازمة لمواكبة التطور التكنولوجي أو لا ترغب في ذلك لكثرتها.

يتم البحث عن المستثمر الأجنبي من خلال الإعلان عن البيع في وسائل الإعلام المختلفة، كما قد يتم الحصول عليه عن طريق تعاقد الحكومة مع "بيوت الخبرة العالمية" التي تقوم بدورها بالبحث عن المستثمر الأجنبي ضمن الشروط و المواصفات التي تطلبها الحكومة. ومن خلال التفاوض المباشر مع المستثمر يمكن للدولة وضع شروط محددة تراعي المصالح و الاعتبارات الاقتصادية و الاجتماعية. إلا أن هذه الطريقة ليست بسيطة، إذ قد تواجه الدولة فيها صعوبات متعددة خاصة تلك المتعلقة بتقييم المشروعات المعروضة للبيع ومراقبة المستثمرين للتأكد من إيفائهم بالتزاماتهم الواردة في عقد البيع.

د- البيع للعمال أو الإدارة:

قد يحصل العمال والإدارة على كل الشركة أو نسبة معينة منها وهذا النوع يعتبر خوصصة داخلية[2]. هذه الطريقة تهدف إلى إعادة تنظيم علاقات رأس المال مع عنصر العمل من خلال تشجيع العمال على شراء أسهم مشروعاتهم. كما أنها مناسبة لتحويل ملكية الشركات التي يصعب بيعها بأي من الطرق الأخرى، وتتميز بحصولها على الدعم السياسي و الشعبي، حيث تتخلص الحكومة من مشكلة وضع الضمانات حول مستقبل العمالة، و تترك هذه القضية للعاملين و الإدارة، وتمثل حافزا قويا لرفع الإنتاجية و خفض التكاليف لأنها توحد بين مصالح العمال و الإدارة، إضافة لكونها وسيلة فعالة لتوسيع قاعدة الملكية. أما أبرز عيوب هذه الطريقة فهو استبعادها للمستثمرين الخارجيين مما قد يلغي المنافسة في الخوصصة وما يترتب على ذلك من سوء في تسيير الشركة، وكذلك إمكانية قيام العمال ببيع أسهمهم مقابل أرباح. وقد لجأت الحكومة التشيكية وبعض الحكومات في رابطة الدول المستقلة ودول أوروبا الشرقية إلى خوصصة المؤسسات العامة الصغيرة نسبيا من خلال نقل ملكيتها إلى الإدارة و العاملين فيها، وقد تحولت ملكية العديد من هذه المؤسسات خلال فترة وجيزة إلى ملكية الإدارة، وفي كثير من الحالات شكلت عملية

---

[1] محمد رياض الأبرش و نبيل مرزوق: الخصخصة– آفاقها و أبعادها–، مرجع سبق ذكره، ص171-172.

[2] بعلوج بولعيد: "هل نخوصص المياه"، مرجع سبق ذكره، ص03.

النقل هذه عبئا على العمال، لعدم قدرتهم على تمويل الاستبدال و التجديد و التطوير للمؤسسات التي آلت إليهم، وذلك بغض النظر عن الديون المترتبة على هذه المؤسسات في الفترات السابقة. كما أن اهتمام العمال بالحصول على الدخل، لم يغير سلوكهم من عمال إلى مالكين، على العكس من ذلك فقد ساهم في إسراعهم بالتخلص من أسهمهم الفردية.[1]

هـ- بيع الأسهم في الأسواق المالية:

تتميز هذه الطريقة بدرجة عالية من الشفافية وتتم من خلال الكشف عن القوائم المالية للمشروع تماشيا مع شروط البيع من خلال الأسواق المالية، وإصدار الأسهم وطرحها في الأسواق المالية المحلية و العالمية. كما تتميز هذه الطريقة بإمكانية توسيع قاعدة الملكية خاصة من خلال وضع الحكومة قيودا على كمية الأسهم التي يمكن لكل مستثمر شراؤها، وإتاحة المجال للعاملين في المشروع لامتلاك جزء من أسهمه من خلال توزيع أسهم مجانية عليهم، أو بيعها لهم بأسعار منخفضة و منحهم الأولوية في الشراء مما يؤدي إلى زيادة الكفاءة و إنتاجية العاملين، و تتيح الأسواق المالية الحصول على أسعار عادلة نسبيا للمؤسسات المطروحة للبيع، في حال كانت الأسواق مستقرة وتعمل بصورة منتظمة، وهذا الأسلوب مقبول سياسيا أكثر من غيره.

يشترط في إتباع هذه الطريقة أن يكون المشروع الحكومي في وضع مالي جيد يحقق أرباحا معقولة، مع ضرورة توفر معلومات يمكن الإفصاح عنها إلى جانب وجود سوق مالية نشيطة وقادرة على استيعاب الحجم الكبير من أسهم المؤسسات العامة المراد بيعها إلى القطاع الخاص. و إذا كان حجم السوق صغيرا فإنه سيؤثر على أسعار الأسهم، وفي هذه الحالة يمكن طرح أسهم الشركة على دفعات حتى يتمكن السوق من استيعابها، كما تتطلب هذه الطريقة دراسة مستفيضة للمشروع تشمل تقييم الأسهم بتحديد القيمة الاسمية للسهم الواحد عند إنشاء المشروع و تكوين رأسماله الأصلي، وقيمة ممتلكات المشروع وموجود الحالية بالأسعار الجارية، وقيمة المردود المتوقع للأنشطة التي يمارسها و الأداء المالي له أثناء عمله في ظل القطاع العام.

1-3-2-2- التفويض:

تقوم الدولة بمقتضى هذه الإستراتيجية بتوكيل القطاع الخاص للقيام بجزء أو بكل النشاط المتعلق بأحد المشروعات المملوكة لها، مع بقاء حقها في الإشراف و الرقابة و المساءلة. يختلف التفويض عن البيع في كونه يتم بصورة تدريجية مما يتيح للدولة التحكم في نسبة التحول و سرعته تبعا للظروف السياسية و الاقتصادية و الاجتماعية السائدة.

[1] محمد رياض الأبرش و نبيل مرزوق: الخصخصة- آفاقها و أبعادها- مرجع سبق ذكره، ص170.

أ- عقود الإدارة:

يقصد بعقد الإدارة، أن تعهد الدولة إلى شركة أو مجموعة من الشركات الخاصة والمتخصصة، بإدارة أحد المشروعات العامة لمدة معينة يكون للمتعاقد الخاص خلالها السلطة الكاملة والتحكم التام في إدارة المشروع، ويحصل على رسوم مقابل خدماته، كما تبقى الدولة مسؤولة عن نفقات التشغيل والاستثمار وسائر النفقات الإدارية الأخرى، وفي هده الحالة تتحول فقط حقوق التشغيل إلى الشركة الخاصة دون أن ينتقل ذلك إلى ملكية المشروع، وهو ما يعني أن الخوصصة هنا خصخصة إدارة وليست خصخصة ملكية وعلى نحو مؤقت، بحيث قد يكون إجراء تمهيديا يسبق عملية خصخصة الملكية.[1]

تستخدم هذه الطريقة في الحالات التي تريد فيها الدولة تنشيط مؤسسات عامة خاسرة بإدخال طرق إدارة القطاع الخاص بهدف رفع قيمة هذه المؤسسات ورفع أسعارها عندما تعرض للبيع. لكن لعقود الإدارة عيوب تكمن في ازدواجية الإدارة الخاصة و الملكية العامة، فالمتعاقد مع الدولة لا يتحمل المخاطر الناتجة عن التشغيل، بحيث تتحمل الدولة وحدها أية خسائر قد تنجم عن هذه العملية، كما أن الاتفاق الذي يضمن رسوما ثابتة للقطاع الخاص من شانه أن يغيب الحوافز على رفع الكفاءة أو الحفاظ على قيمة أصول المشروع ولذلك لا بد من ربط رسوم الإدارة بالأرباح أو الإنتاج أو المبيعات التي تحققها الشركة. يستخدم هذا الأسلوب في الحالات التالية:[2]

- كمرحلة أولى للتخصيص الكلي للمؤسسة العامة، إلى أن تتوافر الظروف الملائمة.
- إن لم تسمح الطاقة الإنتاجية للسوق ببيع المؤسسة العامة أو جزء منها.
- هناك بعض المؤسسات العامة التي لا يمكن تحويل ملكيتها للقطاع الخاص بسبب طبيعة نشاطها و أهميته للأمن الوطني للدولة.

ب- عقود التأجير:

عقد التأجير هو العقد الذي تقوم الحكومة عن طريقه بتأجير المؤسسة العامة إلى مستأجر من القطاع الخاص، يقوم بتشغيلها و الاحتفاظ بالأرباح فترة متفق عليها مقابل دفعات إيجار سنوية إلى الحكومة المؤجرة بغض النظر عن مستوى الأرباح التي يحققها المستأجر، فهو يحصل بموجب العقد على سلطة التحكم الكامل في نشاط المؤسسة خلال مدة العقد، ويتحمل المخاطر التجارية و المالية الناجمة عن إدارتها، ويقوم بدفع نفقات الصيانة و الاستهلاك، وضريبة الدخل مع التزامه بإعطائه عائد سنوي مضمون للدولة مما يوجب عليه التشغيل الأمثل للمؤسسة.

[1] محمد عبد الله الظاهر: الضرورات التي تفرضها سياسة الخصخصة في مجال علاقات العمل، مرجع سبق ذكره، ص236.

[2] رفعت عبد الحميد الفاعوري: تجارب عربية في الخصخصة، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2004، ص20.

و يمكن التمييز بين نوعين من عقود التأجير هما التأجير التشغيلي (أو التأجير الخدمي) الذي يستغل فيه المستأجر أصول المؤسسة دون أن يتحمل خدمة الصيانة التي تبقى على عاتق الحكومة، وعادة ما يكون هذا التأجير لفترة زمنية محددة ، على خلاف التأجير الرأسمالي (أو التأجير التمويلي) الذي يغطي الفترة الزمنية الممتدة حتى نهاية العمر الافتراضي للأصول المؤجرة، بحيث يبدو هذا التأجير كأنه تملك للمؤسسة، لكن غالبا ما لا يحض هذا الأسلوب بالترحيب لأسباب سياسية، إذ ينظر إليه على أنه عملية بيع خفية للمؤسسة.[1]

استعملت هذه الطريقة في عدد من الدول التي واجهتها صعوبات في جذب المستثمرين، وأهم المزايا التي يقدمها التأجير للدولة توفير نفقات التشغيل دون التخلي عن ملكية المؤسسة، و الحصول على دخل سنوي بدون التعرض لمخاطر السوق، ووقف الدعم و التحويلات الأخرى لهذه المؤسسة وجلب المهارات التقنية و الإدارية المتطورة. إلا أن هناك عيوبا ترافق هذه الطريقة تكمن في عدم وجود حوافز لدى المتعاقد لرفع قيمة الأصول أكثر من الحد الذي يضمن له عائدا مناسبا لاستثماره خلال فترة التأجير و إهمال هذه الأصول على نحو قد يسبب خسارة كبيرة للدولة مستقبلا، بالإضافة إلى الحماية الاجتماعية للعاملين في المؤسسة باعتبار أن المتعاقد غير ملزم بتشغيل العمال السابقين، فضلا عن بقائه خارج نطاق الالتزامات المترتبة على أوضاع هؤلاء العمال مع الحكومة.

ج- عقود الامتياز:

الامتياز هو العقد الذي يتم بين شخص معنوي عام وأحد الأفراد أو إحدى الشركات، و«الذي بمقتضاه يتعهد الملتزم بالقيام على نفقته وتحت مسؤوليته المالية بأداء خدمات عامة للجمهور طبقا للشروط التي توضع له، في مقابل الإذن له باستغلال المشروع لفترة معينة من الزمن، ».[2] ويتم الاستغلال عادة في صورة التصريح له بتحصيل أجر أو رسم معين من المنتفعين. فالامتياز إذا هو حق تمنحه الدولة للقطاع الخاص في استغلال موارد، أو تقديم خدمات، أو إنتاج سلع و بيعها مقابل مبلغ يقوم هذا الأخير بدفعه إلى الدولة. وعندما تمنح الدولة امتيازا للقطاع الخاص فإنها تحول له حقوق التشغيل والتطوير للمشروع، بحيث ترجع أصوله في نهاية فترة الامتياز إلى الدولة.

تكمن الميزة الرئيسية لهذه الطريقة في أن صاحب الامتياز يبقى المسؤول عن النفقات الرأسمالية و الاستثمارات، مما يخفف من الأعباء المالية للدولة، ومع ذلك فإن ما يؤخذ على هذه الطريقة كثرة الصعوبات التي تعترضها في إيجاد مستثمرين من القطاع الخاص، ونظرا للحجم المالي الذي تتطلبه الاستثمارات التي قد ترد عليها عقود الامتياز، إضافة

[1] منير إبراهيم هندي: أساليب وطرق خصخصة المشروعات العامة– خلاصة الخبرات العالمية–، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 1995، ص90.

[2] محمد عبد الله الظاهر: الضرورات التي تفرضها سياسة الخصخصة في مجال علاقات العمل، مرجع سبق ذكره، ص 238.

إلى إعطاء حق الاحتكار لحامل الامتياز، مما يجعله يمارس نشاطه بمنأى عن قوى السوق وذلك يتطلب وجود رقابة من طرف الحكومة على أعمال حامل الامتياز لضمان الجودة و الأسعار.

هناك أنواع خاصة من عقود الامتياز وهي:

ج-1- أسلوب الإنشاء و التشغيل و التملك:[1] (Build-Opération-Owned)

هذا الأسلوب يمنح القطاع الخاص المتعاقد حق تملك المشروع. أي أن تسيير و تشغيل القطاع الخاص للمشروع ليس محددا بمدة، بل يستمر المشروع مملوكا له، ويوفر هذا الأسلوب أحد طرق التمويل التي تمكن الدولة من تقديم خدمة و إشباع حاجة المواطنين عندما لا تتوافر السيولة الكافية، أو إذا كانت السيولة المطلوبة كبيرة.

ج-2- أسلوب الإنشاء و التشغيل و النقل: (Build-Opération-Transfer)

من خلال هذا الأسلوب، تقوم شركة خاصة بتمويل و بناء و تشغيل مشروع جديد لفترة محددة هي فترة الامتياز، وفي نهايتها ترجع الأصول إلى ملكية الدولة، ويستعمل هذا الأسلوب لتطوير البنية التحتية من طرف القطاع الخاص وهو مناسب للمشروعات التي تتطلب نفقات كبيرة كخدمات الماء و الكهرباء. ويمكن للحكومة نقل مسؤولية التشغيل و الخدمة إلى الإدارة الخاصة المتعاقد معها.

د- المنح:

يتمثل أسلوب المنح في قيام الدولة بتقديم إعانة مالية للقطاع الخاص للدخول في أنشطة هي في الأصل تقوم بواسطة القطاع العام. تستخدم هذه الطريقة عندما تحجم الدولة عن الاستمرار في أداء نشاط ما لاحتمال تدهور أداء المشروع بواسطة أجهزتها و موظفيها، فتقوم بتشجيع القطاع الخاص كي يقوم بالتنفيذ تحت إشرافها، وعادة ما تلجأ الدولة لهذه الطريقة لتحقيق مكاسب اجتماعية و سياسية، مثل قيام الدولة بتقديم منح للقطاع الخاص لإقامة مشاريع الإسكان الشعبي.

هـ- نظام القسائم:

من خلال هذه الطريقة يتم تحويل نسبة كبيرة من أصول القطاع العام إلى مجموعة كبيرة من المواطنين من خلال نظام الكوبونات "الاكتتاب"، وهذه الكوبونات هي عبارة عن شهادات لأصحابها يتم تحويلها إلى أسهم في شركات القطاع العام من خلال المزاد العلني أو استثماره في أحد صناديق الاستثمار للخوصصة[2]، وتقدم الدولة هذه الكوبونات إما مجانا أو من خلال دفع رسوم رمزية لتغطية التكاليف الإدارية.

---

[1] رفعت عبد الحميد الفاعوري: تجارب عربية في الخصخصة، مرجع سبق ذكره، ص22.

[2] بعلوج بولعيد: "هل نخوصص المياه"، مرجع سبق ذكره.

تهدف طريقة القسائم إلى توسيع مشاركة الأفراد في ملكية الأصول المراد خوصصتها، ومن أهم مزايا هذه الطريقة أنها تعالج مشكلة نقص رأس المال المحلي، إذ توفر الكوبونات للمواطنين الحق في استعمالها لشراء جزء من تلك المؤسسات، كما تحل هذه الطريقة مشكلة تقييم الأصول باعتبار ذلك يتم عن طريق المزادات. أما أهم عيب لهذه الطريقة فهو كونها لا تؤدي إلى تحسين الكفاءة الاقتصادية للمؤسسات المخوصصة عن طريقها، لأن توزيع ملكية المؤسسات على عدد كبير من المستثمرين قد لا يوفر الظروف المناسبة لتحسين الأداء، خاصة عندما يوجد نقص في رأس المال اللازم للتطوير، ونقص المهارات اللازمة للتسيير.

1-3-2-3- التصفية:

يتم من خلال هذه الطريقة إنهاء ملكية الدولة لبعض المشروعات وذلك عندما تكون هذه المشروعات مفلسة وخاسرة، ولا يتوقع أن تتحسن أوضاعها في المستقبل، فيتم إخراج المشروع من مجال الأعمال. لكن هذا لا يمنع إعادة النظر في إمكانية استخدام المشروع مرة أخرى وبأسلوب آخر، سواء كان ذلك تحت ملكية جديدة أو لإنتاج سلع وخدمات جديدة أو بتنظيم جديد، وتلجأ الدولة إلى طريقة التصفية عند عدم وجود مستثمرين مهتمين بشراء المشروع عن طريق البيع بسبب الخسائر المستمرة وضعف الإنتاجية، ووجود دلائل قوية تنبئ بعدم إمكانية إعادة هيكلة المشروع أو تنظيمه أو الاستمرار فيه.

1-3-2-4- طرق أخرى حديثة:

هناك عدد من الأساليب و الطرق ظهرت حديثا في مجال تحويل الملكية العامة إلى الملكية الخاصة، وأخذت العديد من دول العالم بإتباعها و أهمها:

أ- تنمية الاستثمارات الخاصة داخل الأنشطة المشتركة:

تلجأ الحكومة إلى إتاحة الفرصة لرأس المال الخاص في المساهمة في الأنشطة العامة و تحويلها إلى أنشطة مشتركة من خلال رفع رأسمال المشروع العام ودخول رأس المال الخاص فيه، دون أن تتخلص الحكومة من أسهمها الأصلية، أو من خلال بيعها لجزء من أسهمها في المشروع للقطاع الخاص، وهو ما يؤدي إلى تحسن مركزه الاقتصادي وتسهيل عملية تحويله إلى القطاع الخاص بعد ارتفاع قيمته وبأداء أفضل. إلا أن هذه الطريقة تحمل تخوفا من القطاع الخاص في الدخول كشريك مع الحكومة و تعرضه للعوائق البيروقراطية أمام العملية الإنتاجية

ب- مقايضة الديون

يعتبر هذا الأسلوب من الأساليب الحديثة التي ظهرت بعد أن أصبحت معظم الدول النامية تعاني من أزمة المديونية، ويقوم على فكرة استبدال الدائنين لديونهم بحصص في بعض المؤسسات المخوصصة و المساهمة في امتلاك

جزء من أسهمها، ويساعد على ذلك تحويل الديون الخارجية للدول النامية من طرف البنوك الغربية إلى أوراق مالية تتداول في الأسواق المالية العالمية وعليه فمن أوجه تخفيض و تحسين تسيير المديونية أن أصبح بإمكان المستثمر الأجنبي أن يشتري جزءا من ديون الدولة التي يرغب في الاستثمار فيها من السوق المالية العالمية وبذلك يصبح مساهما في الشركات المخوصصة في تلك الدولة مقابل التخلي عن ذلك الجزء من الديون.[1]

ويلقى هذا الأسلوب معارضة تستند على أن مقايضة الديون بالاستثمار قد تؤدي إلى صيرورة هذه الاستثمارات مصدرا للتدفقات المستمرة إلى الخارج من الأرباح، وهو أمر لا يقل أثره عن أثر خدمة الدين وانعكاساته السلبية على ميزان المدفوعات. إلا أن هناك من يرى أن هذا الأسلوب رغم أنه يستخدم للتخفيف من الديون في العديد من الدول، إلا أن الهدف الأساسي يتمثل في تسهيل عملية الخوصصة. و بالتالي فهو من الأساليب المناسبة لتمويل الاستثمارات الخاصة.

ج- انتشار شركات المساهمة العامة:

يعد هذا مرحلة تمهيدية تطبق على بعض المؤسسات العامة بهدف إعدادها لعملية الخوصصة، ويقوم هذا الأسلوب على تحويل المؤسسات العامة المستقلة إلى شركات مساهمة عامة، تمتلك الحكومة كامل أسهمها و تجري بعد ذلك عملية التحول التدريجي للقطاع الخاص.[2] وذلك إما من خلال طرح أسهم هذه الشركات في السوق المالية ليتم الاكتتاب فيها من قبل رؤوس الأموال الخاصة، أو من خلال البيع المباشر.

يخلص هذا الفصل إلى أن مفهوم الخوصصة بشكلها الحالي يعتبر من المفاهيم الحديثة والأكثر ثورية التي ظهرت في الأدبيات الاقتصادية، ووجدت سبيلها إلى التطبيق الواسع في الدول الغربية مع وصول الليبراليين إلى الحكم في الثمانينات خاصة في بريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية، ثم انتقلت إلى التطبيق في الدول الاشتراكية والدول النامية مع انهيار المعسكر الاشتراكي ووقوع الدول النامية في أزمة المديونية بسبب تراجع أسعار المواد الأولية في الثمانينات، مما دفع بها للجوء إلى برامج التعديل الهيكلي والرضوخ لشرطية المؤسسات الدولية، وتعتبر الخوصصة من أهم أركان هذه البرامج.

إن الافتراض الرئيسي الذي بنيت عليه الخوصصة هو أن تحويل الملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص يؤدي إلى تحسين أداء الشركات ورفع كفاءتها لأن القطاع الخاص أكثر كفاءة من القطاع العام في تخصيص الموارد،

---

[1] محفوظ جبار:"العولمة المالية وانعكاساتها على الدول المتخلفة"، ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول الجزائر والعولمة، جامعة قسنطينة، أيام22 و 23 نوفمبر 1999.

[2] محمد عبد الله الظاهر: الضرورات التي تفرضها سياسة الخصخصة في مجال علاقات العمل، مرجع سبق ذكره، ص 244.

لكن النقاش مازال مستمرا في الأدبيات الاقتصادية حول هذا الموضوع. فهناك من يرى أن حقوق الملكية هي المحدد الرئيسي لكفاءة الشركات، بينما يرى آخرون أنها تؤثر فعلا على الكفاءة لكن هذه الأخيرة تتأثر أكثر بظرف المنافسة والإطار التنظيمي. ولهذا لا يمكن حصر موضوع الخوصصة في طبيعة الملكية، فهي ترتبط بمجموعة من الدوافع والأهداف الأخرى على مستوى الاقتصاد الكلي مثل تخفيف الضغوط على الموازين الداخلية والخارجية والقضاء على المشاكل الاجتماعية مثل التواكل والمحسوبية والرشوة وغيرها من أمراض المجتمع. كما أن هذه السياسة تتطلب مجموعة من الشروط مثل تهيئة البيئة الاقتصادية الملائمة ومواجهة الآثار السلبية الناجمة عن تطبيقها حتى تتحقق الأهداف المرجوة منها.

الفصل الثاني: السوق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية وتحقيق الخوصصة

ظهرت الأسواق المالية أساسا لتسهيل التقاء العرض والطلب على رؤوس الأموال بين المتعاملين الاقتصاديين الذين لهم حاجة إلى التمويل، والمتعاملين الاقتصاديين الذين لهم قدرة على التمويل وذلك لخدمة أهداف التنمية الاقتصادية. وتتيح الأسواق المالية فرصا متنوعة للاستثمار من خلال تداول الأصول المالية المختلفة حسب رغبات المستثمرين بين من يرغب في الحصول على عوائد ثابتة ومن يرغب في المخاطرة والحصول على عوائد مرتفعة.

تتكون الأسواق المالية من أسواق غير منظمة وأسواق منظمة هي بورصات الأوراق المالية التي ساهمت في تطوير اقتصاديات الدول الصناعية، خاصة وأنها وجدت تنظيما قانونيا وإداريا مكنها من الإسهام في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية. ومنذ سنوات الثمانينات أخذت هذه الأسواق تلعب دورا محوريا في تحويل ملكية مؤسسات القطاع العام إلى القطاع الخاص، وضمان تمويل المؤسسات العمومية بعد خوصصتها وإتاحة الفرصة أمام صغار المدخرين للمساهمة في ملكية جزء من أسهمها. فكيف تعمل الأسواق المالية على تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية وتنفيذ سياسة الخوصصة ؟

لهذا الغرض تم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

- المبحث الأول: أسواق المال والأوراق المالية.
- المبحث الثاني: بورصة الأوراق المالية.
- المبحث الثالث: دور السوق المالية في التنمية الاقتصادية وتحقيق إستراتيجية الخوصصة.

2-1- أسواق المال والأوراق المالية

أدى الاتجاه المتزايد نحو إلغاء دور الدولة في النشاط الاقتصادي وخوصصة مؤسسات القطاع العام إلى بروز سوق الأوراق المالية كوسيلة للخوصصة وتزايد أهميتها في تمويل المؤسسات، وهذه الأسواق تتوفر على منتجات متنوعة من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات مستحدثة تسمح للمستثمرين بتنويع محافظهم المالية والحصول على السيولة في أي وقت.

2-1-1- الأسواق المالية:

أدت التطورات الاقتصادية العالمية خاصة خلال سنوات الثمانينات إلى تراجع نظام الوساطة المالية، وهي تلك الهيآت التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشرة بين المقرضين والمقترضين المحتملين إلى علاقة غير مباشرة. فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب القدرة على التمويل إلى أصحاب الحاجة إلى التمويل، فتقوم هذه الهيآت

بتعبئة الادخارات (الفوائض المالية) الخاصة بالأفراد والمؤسسات من جهة والقيام بمنح قروض إلى أطراف أخرى.[1] مقابل هذا التراجع أخذت اللاوساطة المالية تحتل دورا أكبر في الحياة الاقتصادية، وهي تعكس الوضعية التي لا تمر فيها الأموال المحصل عليها عبر المؤسسات المالية.[2] ويعتمد التمويل المباشر أساسا على إصدار الأوراق المالية وتداولها، وهنا تبرز أهمية الأسواق المالية.

2-1-1-1- مفهوم السوق المالية:

رغم أن الكتاب الاقتصاديين يطلقون على الأسواق المالية عدة أسماء يعتبرونها ذات مدلول واحد. فهناك من يسميها بسوق الأوراق المالية، والبعض يسميها سوق رأس المال، بينما يسميها آخرون بالسوق المالية أو الاستثمارية. إلا أنه في الواقع هناك فرق بين السوق المالية وسوق رؤوس الأموال، فهذه الأخيرة هي سوق الأصول المالية طويلة الأجل، بينما السوق المالية هي سوق الأصول المالية بمختلف أنواعها، وتشمل كلا من السوق النقدية وسوق رؤوس الأموال، فمفهوم السوق المالية أوسع.

أ- تعريف السوق النقدية:

السوق النقدية هي الشق الأول للسوق المالية، ويمكن تعريفها بأنها تلك «السوق التي ينحصر التعامل فيها على الأوراق المالية قصيرة الأجل التي تغطي فترة لا تزيد عن سنة».[3] هذه السوق ليس لها مكان محدد لإجراء المعاملات، وأهم الأدوات المتداولة فيها هي أذونات الخزانة، الكمبيالات المصرفية، وشهادات الإيداع.

وتعتبر الورقة المالية هنا صك مديونية، حيث تعطي لصاحبها الحق في استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر، ولا تزيد مدة استحقاقها عن سنة، وتلعب البنوك التجارية وبيوت السمسرة دورا كبيرا في تنشيط هذه السوق من خلال تسديد مبلغ الورقة لحاملها عند حلول تاريخ الاستحقاق، أو تسديدها قبل تاريخ الاستحقاق مقابل خصم محدد.

ب- تعريف سوق رؤوس الأموال:

سوق رؤوس الأموال هي الشق الثاني للسوق المالية، وتعرف على أنها «سوق التمويل للاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل بواسطة قطاعات الأعمال والقطاع الحكومي والعائلي، أو هي سوق ادخار شبه سائل والائتمان طويل الأجل الذي يخصص للتمويل الاستثماري».[4] فهذه السوق هي المكان الذي يلتقي فيه العرض والطلب على الأوراق

---

[1] الطاهر لطرش: تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص07.

[2] محفوظ جبار: البورصة وموقعها من أسواق الأوراق المالية، دار هومة، 2002، ص13.

[3] عادل محمد رزق: الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية، دار طيبة للنشر والتوزيع، 2004، ص08.

[4] حمزة محمود الزبيدي: إدارة الاستثمار والتمويل، دار عمان للنشر والتوزيع، عمان 2000، ص25.

المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات، والقروض طويلة الأجل بمختلف أنواعها من طرف المتعاملين الاقتصاديين الذين يرغبون في استثمار فوائضهم المالية، وأصحاب الحاجة إلى التمويل الذين يرغبون في تمويل استثماراتهم.

2-1-1-2- التقسيمات المختلفة للأسواق المالية:

تصنف أسواق المال حسب معايير مختلفة، لكن رغم هذه التصنيفات تبقى الأسواق المالية في الواقع متداخلة ومن الصعب إيجاد فاصل تام بين مختلف هذه الأنواع.

أ- التقسيم حسب توقيت الإصدار:

نجد وفق هذا المعيار التقسيمات التالية:

أ-1- السوق الأولية:

يقصد بالسوق الأولية (Primary market) السوق التي تخلقها مؤسسة متخصصة تعرض فيها للجمهور لأول مرة أوراقا مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية.[1] ويمكن للمؤسسة التي تصدر أوراقا مالية جديدة تصريفها عن طريق الأسلوب المباشر من خلال اتصالها بالمستثمرين و بيعها لهم، أو عن طريق المزاد من خلال دعوتهم لتقديم عطاءاتهم، ثم تختار العطاءات المناسبة من حيث الكمية و السعر. لكن في أغلب الأحيان تلجأ المؤسسة التي تصدر أوراقا مالية جديدة إلى بنك استثمار، وعادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة، فيقوم بالاكتتاب في هذه الأوراق ثم يعيد بيعها للمستثمرين، تنتشر هذه البنوك بكثرة في الولايات المتحدة الأمريكية وأهمها "ميريلنتش" (Merril Lynch)، "هيئة بوسطن الأولى" (First Boston Corporation) و"الإخوة سلمون"(Salomon Brothers). أما في الدول التي تتسم أسواقها المالية بالصغر فتتولى بعض البنوك التجارية هذه المهمة.

أ-2- السوق الثانوية:

يقصد بالسوق الثانوية (Secondary Market) السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية بعد إصدارها، أي بعد توزيعها من طرف بنوك الاستثمار.[2] و هي سوق مكملة للسوق الأولية لأن المتعامل لا يشتري ورقة مالية جديدة إلا إذا تأكد من القدرة على تصريفها عند الحاجة.[3] فالسوق الثانوية هي مكان التقاء الباعة والمشترين للأوراق المالية التي سبق بيعها في السوق الأولية، ويمكن التمييز هنا بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة:

[1] منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص83-84.

[2] نفس المرجع السابق، ص94.

[3] Christian Ottavj: Monnaie et financement de l'économie, Hachette, Paris, 1995, p238.

أ-2-1- الأسواق المنظمة:[1]

وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويجري التعامل في مكان مادي محدد، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذه السوق وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح المؤسسة، حجم أصولها، والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام...الخ.

أ-2-2- الأسواق غير المنظمة:

الأسواق غير المنظمة هي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة وتسمى أيضا بالأسواق الموازية.[2] كما يطلق عليها المعاملات على المنضدة Over The Counter (OTC)، وتتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة. ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، إذ تتم من خلال شبكة اتصال قوية تتمثل في خطوط الهاتف أو أطراف للحاسب الآلي، أو غيرها من وسائل الاتصال التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين.

يتحدد سعر الورقة المالية في السوق غير المنظمة بالتفاوض، وعادة ما تسبق عملية التفاوض قيام المستثمر بالتعرف على الأسعار المختلفة التي تعرض عليه بواسطة السماسرة أو التجار، حيث توجد في الدول المتقدمة شبكة قوية من أطراف الحاسب الآلي توفر لحظة بلحظة الأسعار لكل ورقة يتم التعامل بها.

أ-3- السوق الثالثة:

السوق الثالثة (The third market) هي قطاع من السوق غير المنظمة، حيث تتم صفقات بيع و شراء الأوراق المالية خارجة البورصة، ويتم التعامل من خلال بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وهذه البيوت على استعداد دائم لشراء أو بيع الأوراق المالية بأية كمية، سواء كانت هذه الأوراق مسجلة في تسعيرة البورصة أو غير مسجلة. أما جمهور العملاء في هذه السوق فهم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات (Pension funds) وحسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية (Bank Trust Accounts) إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي لا تنشط في السوق المنظمة.[3] حيث تجد هذه المؤسسات في السوق غير المنظمة فرصة لتنفيذ العمليات بسرعة كبيرة و التفاوض على مقدار العمولة، فسماسرة هذه السوق غير ملزمين بحد أدنى للعمولة مما يجعلهم منافسا كبيرا لبيوت السمسرة في الأسواق المنظمة. وهناك في الولايات المتحدة الأمريكية أنظمة و شبكات

---

[1] أحمد سعد عبد اللطيف: بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص07.

[2] نفس المرجع السابق، ص11.

[3] منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص109.

اتصالات إلكترونية مثل إنستينت (Instinet) وبوزيت (Posit) توفر أسعار الشراء و البيع للمشتركين بصورة آلية وذلك عندما تتفق أوامر البيع و الشراء في النظام.

أ-4- السوق الرابعة:

السوق الرابعة (The fourth market) تشبه السوق الثالثة في أن الصفقات تتم خارج السوق المنظمة، غير أن التعامل يكون عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة وبطلبات كبيرة دون تدخل بيوت السمسرة. و تعد السوق الرابعة منافسا قويا للأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة الأخرى لأنها تتعامل في كافة الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق، ونمو هذه السوق يجبر التجار والسماسرة في الأسواق الأخرى على تخفيض ما يتقاضونه من أتعاب مما يؤدي إلى رفع كفاءة الأسواق المالية.

ب- التقسيم حسب المنتجات المتداولة:

نجد وفق هذا التقسيم:

ب-1- بورصة السلع:

بورصة السلع هي جمعية من الأفراد أو الشركات التي تمنح سوقا حرة لبيع و شراء مختلف السلع بصفة تنافسية ودائمة (كالحبوب، اللحوم، المعادن، الخشب) وعليه فإن بورصة السلع أو كما تعرف ببورصة التجارة هي «ذلك المكان الذي يلتقي فيه الباعة و المشترون للسلع المختلفة، خاصة تلك السلع التي تتوفر فيها بعض الشروط كحد معين من الجودة وعدم تلفها بسرعة كالفواكه وإمكانية قياسها و نمطيتها[1] وغيرها من الشروط ».[2] من أهم بورصات السلع في العالم نجد بورصة شيكاغو للتجارة (CBT) التي تأسست سنة 1848، وبورصة لندن للمعادن (LME) التي أنشئت سنة 1877.

ب-2- أسواق القروض:

سوق القروض هي مكان التقاء العرض والطلب على القروض بمختلف آجالها، وتنقسم إلى سوق القروض قصيرة الأجل وسوق القروض متوسطة وطويلة الأجل.

[1] تعني النمطية تشابه وحدات السلعة إلى حد كبير يجعلها عينة تمثل جيدا باقي الوحدات

[2] محفوظ جبار: البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، مرجع سبق ذكره، ص65.

ب-3- أسواق الأوراق المالية:

سوق الأوراق المالية هي أماكن اجتماع تجري فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك بمساعدة وساطة سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، و يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها.[1]

ج- التقسيم حسب زمن تنفيذ المعاملات:

تنقسم الأسواق المالية حسب هذا المعيار إلى أسواق فورية وأسواق آجلة.

ج-1- الأسواق الفورية:

تسمى أيضا بالأسواق الحاضرة، وهي تلك الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات)، والتي يتم تسلمها وتسليمها فور إتمام الصفقة، والاسم الشائع للأسواق الحاضرة أو الفورية هو أسواق الأوراق المالية.[2] ففي السوق الفورية تنتقل ملكية الورقة المالية للمشتري فورا عند إتمام الصفقة بعد أن يدفع ثمن الورقة المالية.

ج-2- الأسواق الآجلة:

تسمى كذلك بالأسواق المستقبلية، وهي أسواق تتعامل أيضا بالأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات لا يتم تنفيذها إلا في تاريخ لاحق.[3] بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة آنيا على أن يتسلمها في تاريخ لاحق، والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير الأسعار.

2-1-2- الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية:

تعتبر الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات و أهمها الأسهم و السندات السلعة الرئيسية التي يتم تداولها في الأسواق المالية، وهي من مصادر التمويل طويل الأجل[4] ،التي ترتبط عادة بالتوسع في أنشطة المؤسسة أو إقامتها للاستثمارات الجديدة، حيث أن هذه الاستخدامات تحتاج إلى أموال كبيرة ولمدة طويلة نسبيا.

توجد العديد من الأسس المستخدمة في تصنيف الأوراق المالية، فيمكن تصنيفها من حيث تاريخ الاستحقاق إلى أوراق مالية قصيرة الأجل تتداول في السوق النقدية من خلال السماسرة و البنوك التجارية، و أوراق مالية طويلة الأجل (الأسهم و السندات) يتم التعامل بها في الأسواق المالية بصفة عامة و بورصات الأوراق المالية بصفة خاصة. أما

[1] محمد سويلم: إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، مصر، ص272.

[2] حسين بن هاني: الأسواق المالية (طبيعتها- تنظيمها- أدواتها المشتقة)، دار الكندي، 2002، ص15.

[3] عبد النافع الزري وغازي فرج: الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2001، ص49.

[4] أهم أنواع التمويل طويل الأجل هي الأسهم والأرباح المحتجزة والقروض المصرفية طويلة الأجل والسندات.

من حيث ماهية الأوراق المالية فنميز بين الأوراق المالية التي تمثل حق ملكية وهي الأسهم العادية، والأوراق المالية التي تمثل مستندات مديونية وهي السندات. أما الأسهم الممتازة فتعتبر خليطا بين الأسهم العادية والسندات، كما توجد أوراق مالية أخرى تعتبر حديثة نسبيا.

2-1-2-1- الأوراق المالية قصيرة الأجل:

يتم تداول هذه الأوراق في السوق النقدية وتاريخ استحقاقها لا يزيد عن سنة وأهمها:

أ- أذونات الخزانة:

وهي سندات قصيرة الأجل تصدرها الدولة لتمويل العجز في الميزانية العامة وتعتبر من اهم وسائل القرض الداخلي قصير الأجل، تتراوح مدة استحقاقها بين ثلاثة أشهر وسنة واحدة.

ب- شهادات الإيداع القابلة للتداول:

هي أدوات دين قصيرة الأجل تمنح حقا مقابل وديعة بنكية تودع لدى البنك الذي أصدرها لأجل محدد مقابل فائدة بنسبة معينة، وعند أجل الاستحقاق يدفع البنك سعر الشراء الأصلي.

ج- الأوراق التجارية (الكمبيالات):

هي أدوات دين قصيرة الأجل تصدرها مؤسسات أو شركات ذات مراكز ائتمانية قوية، وهي عبارة عن سند يتعهد بموجبه المصدر بدفع مبلغ محدد في تاريخ محدد، ويمكن تداول الأوراق التجارية في السوق النقدية عن طريق الخصم لدى البنوك.

د- القبولات المصرفية:

هي حوالات بنكية قصيرة الأجل تصدرها الشركات في مجال التجارة الخارجية، وهي مضمونة من قبل البنوك خلال فترة معينة، ويتم تداولها بخصمها في السوق النقدية.

2-1- 2-2- الأوراق المالية طويلة الأجل:

الأوراق المالية طويلة الأجل هي صكوك تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول مؤسسة ما أو تعطيه الحقين معا.[1] فهي يمكن أن تكون مستندات ملكية كالأسهم، أو مستندات مديونية كالسندات، كما توجد أوراق مالية أخرى هجينة تجمع بين الصفتين، بالإضافة إلى الأوراق المالية المشتقة.

[1] شاكر القزويني: محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، 2000، ص123.

أ- الأسهم العادية:

يمثل السهم العادي مقدار الاشتراك في رأسمال شركة المساهمة، أي هو المقدار المملوك من رأسمال المؤسسة (Ownership or equity)، وبذلك يقسم رأس المال إلى أجزاء متساوية يسمى كل جزء "سهم". والأسهم عبـــارة عـــن أوراق مرقمـــة ليس لهـــا تاريـــخ استحقاق محدد.[1]

للسهم العادي ثلاث قيم، القيمة الاسمية المدونة على قسيمة السهم و عادة ما يكون منصوصا عليها في عقد التأسيس، والقيمة الدفترية التي تعادل قيمة حقوق الملكية (الاحتياطات، الأرباح المحتجزة، الأسهم العادية) مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، والقيمة السوقية وهي تلك القيمة التي يباع بها السهم في السوق المالية، و قد تكون أكثر أو أقل من القيمتين الاسمية و الدفترية، وتمثل التقييم الحقيقي للسهم العادي.

أ-1- أنواع الأسهم العادية:

تصنف الأسهم العادية حسب عدة معايير وأهمها:

- من حيث معيار الشكل الذي تظهر به، يمكن تقسيم الأسهم إلى أسهم أسمية و أسهم لحاملها. فالأسهم الاسمية تحمل أسم صاحبها و لقبه و مهنته و جنسيته، بالإضافة إلى اسم المؤسسة و عنوانها و مركزها و بيان المدفوع من قيمة السهم و تاريخ التنازل. أما الأسهم لحاملها فتصدر بشهادة لا تحمل اسم مالك السهم، ويتم التنازل عن هذا النوع بتسليمه من يد إلى أخرى، و الشركات الأكثر إصدارا لهذا النوع هي تلك المدرجة في البورصات الرسمية.
- أما من حيث الحصة التي يدفعها المساهم، فيمكن تقسيم الأسهم إلى أسهم عينية و أسهم نقدية. فالأسهم العينية تمثل حصة عينية من رأسمال الشركات كالمساهمة في شكل استثمار مادي أو مخزونات أو براءة اختراع، ولا يجوز للمؤسسة تسليم هذه الأسهم لأصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها. في حين تمنح الأسهم النقدية مقابل المساهمات النقدية، وتصبح قابلة للتداول بعد صدور العقد التأسيسي للمؤسسة.

و تجدر الإشارة إلى أن هناك أسهما لها حق أكثر في التصويت، لكن ليس لها أولوية عند توزيع الأرباح. وهناك أسهم لها أولوية في الأرباح لكن ليس لها ثقل عند التصويت، و بناء على إيجابيات و سلبيات كل نوع و الهدف من شراء الأسهم يتحدد قرار الاستثمار من قبل المستثمرين، حيث يتيح النوع الأول فرصة تحقيق أرباح بينما يتيح النوع الثاني المساهمة في ملكية الشركات والسيطرة عليها.

[1] محفوظ جبار: الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار هومة، 2002، ص07.

أ-2- حقوق حملة الأسهم العادية:

لحامل السهم العادي مجموعة من الحقوق أهمها:[1]

- حق المشاركة في تسيير المؤسسة (من خلال التصويت وفقا للطريقة المنصوص عليها في العقد التأسيسي).
- الحق في الحصول على جزء من الأرباح.
- حق الإطلاع على المعلومات الخاصة بالمؤسسة (الميزانيات، الحالة المالية، ...الخ).
- الحق في جزء من رأسمال المؤسسة (عند التصفية).
- الحق في نقل ملكية الأسهم التي بحوزته إلى أشخاص آخرين.

أ-3- التوجهات الجديدة بشأن الأسهم العادية:

ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع جديدة من الأسهم العادية و أهمها:

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية، وترتبط توزيعاتها بالأرباح التي يحققها قسم إنتاجي معين بالمؤسسة التي تصدرها. فمثلا قامت شركة جنرال موتورز(Général Motors) بإصدار أسهم أطلقت عليها اسم "الفئة E"، وربطت الشركة التوزيعات التي يحصل عليها حملتها بالأرباح التي يحققها قسم نظم المعلومات الإلكترونية بالشركة.

-الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة، حيث تخصم توزيعاتها من الإيرادات قبل الفائدة و الضريبة كما تسمح بذلك بعض التشريعات خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية، أي أن هذه التوزيعات تعتبر كمصاريف ينبغي تخفيضها من الوعاء الضريبي.[2] وهذا على غرار الفوائد.

- الأسهم العادية المضمونة، وقد ظهرت لأول مرة في أمريكا عام 1984، وهي آسهم عادية تعطي الحق لصاحبها بطلب تعويض من المؤسسة إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين أو خلال فترة محدودة بعد الإصدار.[3]

ب- السندات:

يعتبر السند (Bond) مستند مديونية تصدره المؤسسات ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه أيضا الحق في الحصول على عائد دوري (الفائدة) يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية. فالسندات تعتبر بمثابة عقد أو اتفاق بين المؤسسة (المقترض) و المستثمر (المقرض)، وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا معينا إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ و الفوائد المتفق عليها في تواريخ

[1] Spieser (Philippe): Information économique et marchés financiers, Economica, Paris, 2000, p27.

[2] منير إبراهيم هندي: صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1994، ص11.

[3] نفس المرجع السابق، ص11

محددة.[1] وهذا الدين لا يعطي لصاحبه أي حق في ممارسة سلطة ما داخل المؤسسة.[2] وقد تختلف القيمة السوقية للسند عن قيمته الاسمية، لأنها تتحدد حسب المركز المالي للمنشأة و الظروف الاقتصادية السائدة خاصة مستوى أسعار الفائدة، ويتيح هذا الاختلاف لحاملي السندات فرصة تحقيق أرباح رأسمالية.[3]

ب-1- حقوق حاملي السندات:

يتمتع حاملو السندات بعدة حقوق نذكر منها:

- الحق في استيفاء الفوائد على أساس القيمة الاسمية للسندات.
- حق إقامة دعوى الإفلاس على المؤسسة في حالة تأخرها عن دفع قيمة السند في تاريخ الاستحقاق.
- الأولوية في الحصول على جزء من أموال المؤسسة عند التصفية قبل الدائنين الآخرين و حملة الأسهم العادية و الممتازة.
- الحق في بيع السندات لاسترجاع الأموال المستثمرة قبل تاريخ الاستحقاق.

ب-2- خصائص السندات:

للسندات خصائص نذكر منها:

- يعتبر السند مستند دين لحامله على الجهة المقترضة، ولا يحق لحامل السند التدخل في إدارة المؤسسة و تصريف شؤونها.
- لحامل السند الحق في الحصول على العائد، أي الفائدة سواء حققت المؤسسة أرباحا أو تحملت خسائر، ولا يمكن تأجيل تسديد الفائدة، حيث يترتب على العجز عن دفعها إفلاس المؤسسة.
- تنقطع صلة حامل السند بالمؤسسة فور قيامها بتسديد قيمة السند.
- تحقق السندات ميزة ضريبية للمؤسسة المصدرة، وذلك بخصم فوائدها من الوعاء الضريبي للربح باعتبار هذه الفوائد ضمن التكاليف التي تتحملها المؤسسة.
- تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة وبقابلية استدعائها من قبل الجهة المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى.
- كلما كانت فترات التسديد أطول و أسعار الفوائد أدنى فإن السندات تحمل مخاطر أكثر.
- إن الفترة الطويلة للتسديد تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة.

---

[1] أحمد بوراس: أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002، ص18.

[2] Spieser (Philippe): Information économique et marchés financiers, op.cit., p30.

[3] الأرباح الرأسمالية هي الأرباح المحصلة من خلال فوارق أسعار الشراء والبيع للأوراق المالية.

ب-3- أنواع السندات:

يمكن التمييز بين السندات وفقا لعدة معايير و أهمها:

ب-3-1- حسب الجهة المصدرة:

تصنف السندات حسب هذا المعيار في نوعين رئيسيين هما:

ب-3-1-1- السندات العامة:

وهي سندات تصدرها الخزينة العامة، فهي قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائنوها فهم البنوك و الشركات العامة و الخاصة و المتعاملين الخواص. الهدف من إصدار هذه السندات هو تغطية العجز في الميزانية العامة خاصة و التحكم في سيولة البنوك و النشاط الاقتصادي.

ب-3-1-2- السندات الخاصة:

وهي السندات التي تصدرها شركات المساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها. وهي تصدر بمعدل فائدة أكبر من معدل فائدة السندات الحكومية، إلا أن حاملها أكثر عرضة لمخاطر الوفاء بالدين و تسديد فوائده.

ب-3-2- حسب الحقوق والامتيازات المقدمة:

يمكن أن نميز بين:

ب-3-2-1- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:

يمكن لحامل هذا النوع من السندات استبدالها حسب رغبته بأوراق مالية أخرى خاصة الأسهم العادية لنفس المؤسسة، وبذلك يصبح من ملاكها وله نفس حقوق وواجبات المساهمين العاديين. هذه السندات يفضلها المستثمرون كثيرا، خاصة إذا كانت المؤسسة حققت معدلات نمو عالية.[1] حيث يتيح تحويلها إلى أسهم الحصول على توزيعات مرتفعة، أما في حالة الركود الطويل نسبيا فيفضلون الاحتفاظ بها للحصول على فوائد ثابتة.

ب-3-2-2- سندات ذات علاوة:

لمالك هذه السندات الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، أي عند تاريخ الاستحقاق يدفع المصدر لحامل السند مبلغا معينا إضافة إلى مبلغ إصدار السند.

---

[1] سعيد توفيق عبيد: الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998، ص52.

ب-3-3- حسب الضمانات المقدمة:

هناك نوعان من السندات حسب معيار الضمانات المقدمة وهما:[1]

ب-3-3-1- السندات المضمونة:

من أجل اجتذاب رؤوس الأموال، قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقروض، كأن ترهن عقاراتها، أو بعضها وهذا ما يعطي لأصحاب السندات حق التصرف في هذه الأصول لاستيفاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة وعدم وفائها بالتزاماتها اتجاههم.

ب-3-3-2- السندات غير المضمونة:

الضمان الوحيد الذي يتوفر لحملة هذا النوع من السندات يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للمؤسسة المصدرة، وهي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة.

ب-3-4- حسب معدل العائد:

حسب هذا المعيار يمكن أن نميز بين نوعين:

ب-3-4-1- سندات ذات معدل فائدة ثابت:

يقدم هذا النوع عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، ويزداد الطلب على هذا النوع عند انخفاض معدلات الفائدة التي تمنحها البنوك.

ب-3-4-2- سندات ذات معدل فائدة متغير:

في هذا النوع يتغير معدل الفائدة حسب تغير معدل الفائدة في السوق أو حسب معدل التضخم.

تعتبر الأسهم العادية والسندات الأوراق المالية الرئيسية المتداولة في سوق الأوراق المالية، أما الأوراق المالية الأخرى فهي خليط بينهما أو أوراق مالية مشتقة. لذلك يجب توضيح أهم الفوارق بين الأسهم والسندات:

[1] محمد عثمان إسماعيل: أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، مصر، 1993، ص139.

جدول رقم (1): أهم الفروق بين الأسهم والسندات

السهم	السند
1- جزء من رأس المال.	1- دين على مؤسسة.
2- ربح السهم يتغير و قد يكون خسارة.	2- عائد السند ثابت لا يتأثر بخسائر المؤسسة.
3- لحامله حق الرقابة و التصويت و الإدارة.	3- ليس لحامل السند حق في التصويت و الإدارة.
4- لا يسترد ماله إلا من خلال التصفية أو البيع.	4- يسترد في نهاية مدة القرض.
5- توزيعات الأسهم تخضع للضريبة.	5- فوائد السندات لا تخضع للضريبة.
6- حقوق المساهمين تأتي بعد حقوق حملة السندات.	6- حق الأولوية على المساهمين و الدائنين الآخرين.
7- تصدرها فقط شركات المساهمة.	7- تصدرها الشركات و الحكومة و المؤسسات المالية.

المصدر: إعداد الطالب

ج- الأوراق المالية الهجينة:

الأوراق المالية الهجينة هي أوراق مالية لا تتميز بشكل قاطع بالصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية، أي السندات، أو أدوات الملكية وهي الأسهم. يمكن التمييز بين الأنواع التالية للأوراق الهجينة:

ج-1- الأسهم الممتازة:

تقع الأسهم الممتازة بين الأسهم العادية والسندات وتجمع في خصائصها بين النوعين، فهي تشبه السندات من ناحية ثبات العائد، وتشبه الأسهم كونها تحصل على جزء من الارباح.[1] تعتبر الأسهم الممتازة من الناحية القانونية شكلا من أشكال الملكية، إلا أن هذه الملكية تختلف عن الملكية التي تنشأ عن الأسهم العادية، فالسهم الممتاز يتميز بمجموعة من الخصائص تميزه عن السهم العادي.

ج-1-1- خصائص الأسهم الممتازة:

وأهمها:

- إن حملة الأسهم الممتازة يستلمون عائدا ثابتا لا يتغير، فهي من هذه الناحية تشبه السندات، و أحيانا يكون لأصحابها نسبة ثابتة من الأرباح بالإضافة إلى مشاركتهم في حصص الأرباح الموزعة.
- حملة الأسهم الممتازة لا يشاركون عادة في التصويت إلا إذا فشلت المؤسسة في منحهم العوائد المستحقة.

[1] عبد الغفار حنفي: بورصة الأوراق المالية (أسهم-سندات-وثائق استثمار-الخيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص39.

- لحملة الأسهم الممتازة حق الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية للمؤسسة وعلى قيمتها التصفوية قبل حملة الأسهم العادية، لكن بعد حملة السندات.
- لحامل السهم الممتاز الحق في تحويله إلى سهم عادي.
- للمؤسسة الحق في شراء الأسهم الممتازة من أصحابها خاصة عند الانخفاض الكبير لمعدلات الفائدة.

ج-1-2- أنواع الأسهم الممتازة:

أهمها:

- الأسهم الممتازة المشاركة(Participating Prefered stock) وتسمح لحملتها بمشاركة حملة الأسهم العادية في الأرباح المتبقية بعد استيفاء النسبة المحددة للأسهم الممتازة.
- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، حيث يحق للمؤسسة أن تحولها إلى أسهم عادية إذا رأت ضرورة لذلك.
- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة، ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1982 وترتبط فيها التوزيعات .بمعدل عائد سندات الخزينة، ويعدل نصيب السهم من الأرباح كل ثلاثة أشهر بناء على التغير الذي يطرأ على عائد سندات الخزينة.

ج-2- شهادات الاستثمار:

تعرف شهادات الاستثمار بأنها « أوراق مالية تمثل جزءا من رأسمال المؤسسة تعطي لصاحبها الحق في توزيعات الأرباح مثل الأسهم العادية، لكن لا تسمح له بالتصويت أو المشاركة في الجمعيات العامة».[1] و تلجأ الشركات إلى مثل هذه الشهادات لتدعيم رأسمالها الخاص لأنها تحصل على أموال خاصة دون فقدانها للمراقبة.[2] لصاحب هذه الشهادات الحق في الاستفادة من توزيع الأموال في حالة تصفية الشركة.

ج-3- سندات المساهمة:

تصدر هذه الشهادات لأغراض مختلفة مثل تمويل الصادرات و الواردات و الاستثمار في ميدان السكن و تمويل الشركات و البنوك. تختلف خصائص هذه الشهادات من بلد لآخر، ففي فرنسا و الجزائر مثلا يحصل حاملها فقط على فائدة و ليس لها تاريخ استحقاق، وتنقسم الفائدة إلى جزء ثابت و جزء متغير حسب نشاط المؤسسة. أما في

---

[1] Dictionnaire de la finance et de la bourse, in Techniques et pratiques bancaires financières et boursières, collectif, Grand Livres Alger, 2003, p203.
[2] Y. Simon: Encyclopédie des marchés financiers, Economica, Paris, 1997, Tome1, p03.

الولايات المتحدة الأمريكية فحاملها يحصل على فوائد ثابتة و يسترد مبلغ الأصل في تاريخ الاستحقاق. في حين نجد في تونس حاملها يحصل على فوائد ثابتة و فوائد متغيرة إضافة إلى وجود تاريخ استحقاق.

ج-4- الأوراق المالية التي تصدرها هيآت التوظيف الجماعي في القيم المنقولة:

تشمل هذه الأوراق الأسهم والسندات التي تصدرها هيآت التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (OPCVM) [1]، وهي شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير(SICAV) والصناديق المشتركة للتوظيف(FCP). غرض شركة الاستثمار هو إدارة محفظة من الأوراق المالية، ويمثل رأسمالها القيمة السوقية لهذه المحفظة، حيث يقسم إلى حصص متساوية تسمى "أسهم شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير. تتغير قيمة هذه الأسهم حسب تغير الأسعار في السوق وتركيبة المحفظة، أما بالنسبة للصناديق المشتركة للتوظيف[2]، فتسمى "حصص الصناديق المشتركة للتوظيف".

د- الأوراق المالية المشتقة:

المشتقات هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل قيمة العقد) والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع...الخ، وتسمح للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد.[3]

فالأوراق المالية المشتقة وتسمى أيضا بالأوراق المالية المبتكرة أو المشتقات المالية هي أوراق مالية تعتمد قيمتها على قيم متغيرات أخرى أصلية، ومن أبرز أشكالها:

د-1- العقود المستقبلية:

تعد العقود المستقبلية من الأدوات الحديثة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية، فهي تشبه العقود الآجلة قديما، وتمثل هذه الأدوات تعاقدا بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، بغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق متفق عليه مسبقا.[4] ففي حالة العقد المستقبلي يتم تحديد كمية الأوراق المالية والأسعار وتاريخ تنفيذ الصفقة الذي يكون لاحقا، والعقود المستقبلية هي أوراق مالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية وهذا ما يميزها عن العقود الآجلة.

---

1 سوف يتم التطرق إلى هذه الهيآت عند دراسة الأطراف المتدخلة في بورصة الأوراق المالية.

2 الفرق بين هذه الشركات والصناديق غير محسوس بالنسبة للمستثمر، وليس له آثار ملموسة لأنه فرق قانوني بالأساس، فشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير لها شخصية معنوية بينما لا يوجد شخصية معنوية للصناديق المشتركة للتوظيف.

3 طارق عبد العال حماد: المشتقات المالية (المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص05.

4 محمد صالح الحناوي: تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص413.

د-2- عقود الاختيار:

يمثل عقد الاختيار ورقة مالية ذات سمة خاصة، يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة ويطلق عليه بالاختيار الأمريكي، أو في تاريخ محدد ويسمى بالاختيار الأوروبي، بسعر متفق عليه مسبقا.[1] وعقد الاختيار هو حق وليس التزام، بمعنى أن حامله لديه حق شراء أو بيع الأوراق المتفق عليها حسب نوع العقد، إلا أنه غير ملزم بذلك، ويتضمن هذا الاختيار مكافأة يدفعها مشتري الحق للمحرر، وهو ورقة مالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية.

د-3- عقود المبادلة:

عقد المبادلة هو عقد بين طرفين يتضمن مبادلة ورقة مالية معينة بورقة مالية أخرى بأسعار وشروط أخرى متفق عليها عند التعاقد، على أن يتم تبادل الأوراق المالية في تاريخ لاحق. ويعتبر المتحوطون الذين يبحثون عن تخفيض المخاطرة والمضاربون الذين يراهنون على تحركات الأسعار المستقبلية أهم المتعاملين بالأوراق المالية المشتقة، فسوق الأوراق المالية تتيح فرصة تدنية المخاطر، كما تتوفر على أدوات مالية متنوعة تميزها عن الأسواق المالية الأخرى.

2-2- بورصة الأوراق المالية

رأينا أن السوق الثانوية أو سوق التداول هي ذلك الجزء من السوق المالية الذي يتم فيه تداول الأسهم و السندات وغيرها من الأوراق المالية التي سبق إصدارها، و تنقسم السوق المالية الثانوية إلى السوق المنظمة و هي البورصة، والسوق غير المنظمة حيث يمكن تداول الأوراق المالية خارج إطار البورصة.

2-2- 1- مفهوم بورصة الأوراق المالية:

يمكن القول أن بورصة الأوراق المالية أو بورصة القيم المنقولة هي «سوق لتداول الأوراق المالية(أسهم، سندات...الخ) التي تصدرها الشركات، من خلال مجموعة من السماسرة أو مندوبيهم أو الوسطاء، حيث يتم التعامل بالبيع والشراء على هذه الأوراق في ساعات محدودة».[2] فما يميز البورصة عن باقي الأسواق المالية هو وجود مكان محدد لها وأوقات محددة للتداول. يمكن تقسيم البورصات إلى:

أ– البورصات المركزية:

البورصات المركزية هي تلك الأسواق المالية التي تتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية و البورصة، بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للمنشأة أو الجهة المصدرة لتلك الورقة، ومن أهم البورصات العالمية

---

[1] منير إبراهيم هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص605.

[2] عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص: البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص295.

بورصة لندن (London stock exchange) و بورصة نيويورك للأسهم New York Stock Exchange (NYSE) وهي أكبر بورصة للأوراق المالية في العالم، حيث تتعامل في حوالي 80% من الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية و البورصة في الولايات المتحدة الأمريكية، و البورصة الأمريكية للأسهم[1] Américain (AMSE) Stock Exchange التي تتعامل في 10% من الأوراق المالية المسجلة.

ب- البورصات المحلية:

تتعامل البورصات المحلية في الولايات المتحدة الأمريكية فيما تبقى من الأوراق المالية المسجلة(10%)، وهي عادة تكون لمؤسسات صغيرة يهتم بها المستثمرون في النطاق الجغرافي للمنشأة و المناطق القريبة، لكن يمكن لهذه البورصات أن تتعامل في الأوراق المالية المتداولة في البورصات المركزية.

و عادة ما تكون عمولة السمسرة في البورصات المحلية منخفضة، ولذلك يفضلها أحيانا كبار المستثمرين على البورصات المركزية، كما تتيح للسماسرة الذين لا يمكنهم الحصول على مقعد في البورصة فرصة التعامل في الأوراق المالية المتداولة في تلك البورصات.

2-2-2- المتدخلون في سوق البورصة:

يعتبر المستثمرون، المصدرون، ووسطاء البورصة المحرك الرئيسي لسوق البورصة و تطورها، و الدور الذي يلعبه هؤلاء المتدخلون في ذلك يتجاوز كثيرا دور البنية التحتية التقنية أو أسلوب تنظيم المبادلات، فنوعية المتدخلين في البورصة هي التي تفسر نجاح أو فشل سوق البورصة أكثر مما يفسره التطور التكنولوجي. بصفة عامة يمكن تصنيف المتدخلين في البورصة كما يلي:

2-2- 2-1- الجمهور:

يتمثل الجمهور في مجموع الأفراد الذين يستثمرون في البورصة سواء بطريقة مباشرة أو من خلال اللجوء إلى صندوق من الصناديق الجماعية للاستثمار. وكما هو معروف فقد عرفت أوروبا، خاصة بريطانيا و فرنسا، خلال الثمانينات موجة من انتقال ملكية الاستثمارات الضخمة من القطاع العام إلى القطاع الخاص ضمن برامج الخوصصة التي نفذتها الدولتان. و صاحب ذلك تطور هائل في مستوى الادخار المالي، فقد بلغ عدد المدخرين في القطاع المالي الفرنسي 9.5 مليون مساهم، بما في ذلك المستثمرون المباشرون الذين يكونون الثلثين وغير المباشرين الثلث، هذا العدد

[1] تسمى بالبورصة الأمريكية للأسهم و بورصة نيويورك للأسهم لأن تعاملها في السندات محدود، فأغلب التعاملات في السندات تتم في السوق غير المنظمة.

لم يتجاوز 2.5 مليون سنة 1980.[1] كما ساعد على ذلك الإعفاءات الضريبية و تشجيع شراء العمال لأسهم الشركات التي يعملون فيها خاصة في بريطانيا في إطار تشجيع سياسة «الرأسمالية الشعبية».

2-2- 2-2- المستثمرون المؤسساتيون:

يشمل المستثمرون المؤسساتيون (Investisseurs institutionnels) البنوك، شركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق الإيداع و شركات الاستثمار. و يلعبون دورا رئيسيا في البورصة في الدول المتقدمة لما تجلبه من ادخار هام نحوها لامتيازها بنوع من الاستقرار و الثبات في قدرتها الادخارية و الاستثمارية. ومن أهم التطورات التي ميزت تقدم أسواق البورصات منذ بداية سنوات الثمانينات زيادة الوزن النسبي للمستثمرين المؤسساتيين ، وسبب ذلك هو زيادة حجم هذه الهيئات وتوجهها المتزايد للاستثمار في أسواق رؤوس الأموال.[2]

أ- البنوك:

تتولى البنوك التجارية جمع المدخرات من الأعوان الاقتصاديين الذين يتوفرون على سيولة فائضة و إعادة إقراضها إلى الأعوان الاقتصاديين المحتاجين للتمويل. في الأصل تتعامل هذه البنوك في منح القروض قصيرة الأجل انسجاما مع طبيعة مواردها حيث لا تعتمد على رؤوس أموالها و إنما على ودائع الغير. لكن إذا دققنا في وظائفها الحالية خاصة مع تطور الأسواق المالية و تراجع الوساطة المالية مقابل تزايد أساليب التمويل المباشر للمؤسسات، فإن هذه البنوك كيفت مهامها بما يتلاءم مع الظروف الجديدة، وأصبحت تقبل الودائع لأجل وتمنح القروض طويلة الأجل كما استحدثت قسم الأوراق المالية و مهامه:

- بيع و شراء الأوراق المالية و الاكتتاب فيها لصالح العملاء أو لحسابه الخاص و القيام بدور السمسرة.
- تقديم المشورة المالية للمستثمرين و المؤسسات المصدرة و المكتتبة في الأوراق المالية.
- تسيير المحافظ المالية ومراقبة حسابات العملاء المتعلقة بالاستثمارات في الأوراق المالية.
- إدارة صناديق الاستثمار المتخصصة في الاستثمار في الأوراق المالية و الإشراف عليها.

وقد أدى توسع البنوك في الاستثمارات طويلة الأجل إلى ظهور ما يعرف ببنوك الأعمال التي تتشكل مواردها من رؤوس الأموال الخاصة و الودائع لأجل.[3] وتقوم بدور كبير في تمويل الصناعات مثل البنك الألماني (Deutsch Bank) الذي يسيطر على جزء كبير من أسهم شركة دايملر-كريستر(Daimler – christer) لصناعة السيارات في

[1] محفوظ جبار: تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة، 2002، ص13-14.

[2] Lamy (Pierre): Les bourses de valeurs, Economica, Paris, 1995, p35.

[3] Silem (Ahmed) et autres: Lexique d’économie, op.cit., p75.

ألمانيا. أما بنوك الاستثمار (Investment Bankers) فتعمل في سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل و القروض متوسطة و طويلة المدى، وتتدخل في إنشاء المؤسسات أو شراء أسهمها وخوصصة المؤسسات العمومية.

ب- شركات التأمين:

لشركات التأمين دور مزدوج، حيث إلى جانب قيامها بتقديم خدمة التأمين لمن يطلبها، فهي مؤسسة مالية تتلقى الأموال من المؤمن لهم ثم تعيد استثمارها نيابة عنهم مقابل عائد، شأنها في ذلك شأن البنوك التجارية وشركات و الاستثمار.[1] فهي تستثمر فوائضها المالية في شراء الأوراق المالية، العقارات والإقراض للمتعاملين الاقتصاديين المحتاجين للتمويل.

ج- صناديق المعاشات:

صناديق المعاشات (Pension Funds) هي مؤسسات تسير التوظيفات الناجمة عن الادخار الذي تحصل عليه، والذي يهدف إلى تحويل جزء من الدخل بعد الحياة العملية لأصحابه. هذه الصناديق تلعب دورا كبيرا في تمويل الاقتصاد خاصة في الدول الانجلوساكسونية.

د- شركات الاستثمار:

شركات الاستثمار (Investment compagnies) هي مؤسسات مالية تحصل على الأموال من عدد كبير من المستثمرين عن طريق بيع حصص من الأسهم لهم. حيث يتم تجميع هذه الأموال واستثمارها من قبل إدارة محترفة، و يمكن لكبار المستثمرين وصغارهم المشاركة في صناديق هذه الشركات. فشركات الاستثمار وجدت أساسا لمساعدة صغار المستثمرين على تنويع استثماراتهم من خلال محافظ ضخمة ومنوعة تنويعا واسعا.[2]

وعلى الرغم من اختلاف أهداف شركات الاستثمار، إلا أنها تشترك مع مؤسسات الوساطة المالية الأخرى في مجموعة من الخصائص، حيث تقدم خدمات متنوعة للجمهور مثل السيطرة على المخاطر وتنويع تواريخ الاستحقاق عن طريق إدارة محافظ للأوراق المالية بواسطة محللين مهرة ومديري محافظ، وتمكن المستثمر الصغير من توجيه أمواله إلى أنواع من الأوراق المالية تناسب احتياجاته بدلا من الاستثمار المباشر. فقيام المستثمر بالاستثمار مباشرة في أوراق و أصول مالية يحمله تكاليف معاملات مرتفعة ولا يمكنه من تكوين محفظة متنوعة، مما يطيح بالمزايا الناجمة عن عملية الاستثمار.

[1] عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص: مذكرات في الأسواق والمؤسسات المالية، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 1995، ص365.

[2] نفس المرجع السابق، ص214-215.

تختلف شركات الاستثمار عن باقي المستثمرين المؤسساتيين في كون جميع مواردها تتشكل من إصدار الأسهم و السندات أو شهادات الاستثمار، وتستثمر كل هذه الموارد في تشكيلات مالية تتكون من الأوراق المالية ذات التداول العام(أسهم، سندات، أذونات الخزينة...الخ).

أنواع شركات الاستثمار:

تميز اللجنة الأمريكية للأوراق المالية و التداول (Securities and Exchange Comission) بين شركات الاستثمار القابضة (Holding Investment Companies) و شركات الاستثمار المدار (Managed Investment Companies)، حيث تهدف الأولى إلى السيطرة على المؤسسات التي تستثمر فيها، في حين تهدف الثانية إلى تحقيق عوائد من خلال استثمار الأموال في المحافظ المالية، وهذه الأخيرة تنتشر في دول أخرى بكثرة خاصة في فرنسا باسم هيآت التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (Organismes de placement collectif des valeurs mobilières)

أ- شركات الاستثمار المدار:

وتنقسم هذه الشركات إلى:

أ-1- شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة:

تقوم شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة (Open-End Investment Companies) بتشكيل صناديق استثمار مفتوحة (Open-End Funds) وإدارتها. و صندوق الاستثمار هو مؤسسة مالية تأخذ شكل شركة مساهمة أو وحدة تنظيمية مستقلة محاسبيا و ماليا عن المؤسسة التي تنشئها، يتولى تجميع المدخرات من الجمهور بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة، ثم يعهد بها إلى جهة أخرى بغرض استثمار هذه المدخرات مع رأسمال الصندوق في الأوراق المالية أساسا.[1]

وتتميز صناديق الاستثمار المفتوحة التي تنشئها شركات الاستثمار، وتسمى أيضا بالصناديق المشتركة (Multual Funds) بأنها مفتوحة لدخول و خروج المستثمرين. فهذه الصناديق تقدم عروضا مستمرة للأوراق المالية للبيع للجمهور، تسمى أسهمها "وثائق الاستثمار" و لا يمكن تداولها بين الأفراد أو في بورصة الأوراق المالية و ليس لها قيمة سوقية. حيث يمكن شراء واسترداد هذه الوثائق عن طريق وكلاء توزيع وثائق صناديق الاستثمار.

أ-2- شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة:

تقوم هذه الشركات بإنشاء و إدارة صناديق تسمى صناديق الاستثمار المغلقة(Closed-End Funds)، وهي أحد أنواع صناديق الاستثمار تقتصر على فئة محددة أو مختارة من المستثمرين، لها هدف محدد وعمر محدد، أي يحتفظ بها

[1] محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد: بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص201.

لفترة محدودة يصفى بعدها الصندوق وتوزع عوائده على المستثمرين.[1] فعدد الأسهم التي تصدرها هذه الصناديق وتبيعها للمستثمرين يكون ثابتا.

ب- هيآت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة:(OPCVM)

أنشأت هذه الهيآت لأول مرة في فرنسا و تلعب دورا كبيرا في الساحة المالية، إذ تحتل فرنسا المرتبة الثانية بعد الولايات المتحدة الأمريكية في ترتيب عدد شركات الاستثمار.و التوظيف الجماعي موجه للأفراد و المؤسسات التي تريد تسييرا يوميا لأصولها، وتنقسم هيآت التوظيف الجماعي إلى:

ب-1- شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير:

شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير (SICAV) هي شركات مساهمة تعمل على تسيير الحوافظ المالية للقيم المنقولة. و رأس مال هذه الشركات يوافق مبلغ الأصول المدارة، ويتغير يوميا حسب حركة الأسهم[2].

يرتفع رأس مال هذه الشركات بمبلغ الأسهم المكتسبة من طرف المستثمرين الجدد أو الأسهم الجديدة المكتتبة من طرف المستثمرين القدامى، وينخفض بمبلغ الأسهم المباعة من طرف المستثمرين، حيث يمكن استرجاع هذه الأسهم من المساهمين بعمولة، وتوزع هذه الشركات عموما على مساهميها العوائد التي تحصل عليها من الأوراق المالية.

هناك عدة أنواع لشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير حسب الغرض الذي تهدف إليه. وأهمها:

- ش.إ.ر.م.م (SICAV) الأسهم و تستثمر أموالها أساسا في شراء الأسهم.
- ش.إ.ر.م.م (SICAV) السندات و تستثمر أموالها في شراء السندات.
- ش.إ.ر.م.م (SICAV) المختلطة حيث تستثمر في شراء الأسهم و السندات.
- ش.إ.ر.م.م (SICAV) النقدية التي تستثمر في الأوراق النقدية قصيرة الأجل.

ب-2- الصناديق المشتركة للتوظيف:

الصندوق المشترك للتوظيف هو ملكية مشتركة للقيم المنقولة التي تديرها شركة تسيير لحساب حاملي الحصص، وليس له شخصية معنوية.[3] فصناديق التوظيف المشتركة هي شركات استثمار مهمتها تأسيس و إدارة محافظ للقيم المنقولة. و باعتبارها من هيآت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة(OPCVM)، تتميز هذه الصناديق عن شركات

---

[1] محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد: بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق،مرجع سبق ذكره، ص214-215.

[2] Dictionnaire de la finance et de la bourse, op.cit., p242.

[3] Idem, p214.

الاستثمار ذات رأس المال المتغير (SICAV) أساسا بهذه الملكية المشتركة، ومن جهة أخرى لا يمكنها التعامل في السوق النقدية ولها سقف محدد للاكتتاب.[1]

2-2-2-3- المؤسسات:

بالإضافة إلى المستثمرين المؤسساتيين، تعتبر البنوك و المؤسسات المالية و المؤسسات الصناعية و التجارية من المتدخلين الرئيسيين في البورصة، حيث تلجأ إليها لتدعيم أموالها من خلال إصدار الأسهم، أو للحصول على القروض متوسطة و طويلة الأجل من خلال إصدار السندات. وحتى يتسنى لها ذلك يجب أن تكون مسجلة في تسعيرة البورصة. ولا يقتصر لجوء المؤسسات إلى البورصة على الحصول على التمويل فقط، بل يمكنها توظيف إمكانياتها المالية في شراء الأدوات المالية المختلفة و الحصول على عوائد سواء بطريقة مباشرة أو من خلال اللجوء إلى صناديق الاستثمار.

2-2 2-4- الوسطاء:

يعتبر الوسطاء من المتدخلين في سوق البورصة من خلال تنشيط ملاقاة البائعين و المشتريين للأوراق المالية وتنفيذ أوامرهم، فالبورصة هي شركة مساهمة والمساهمون فيها هم الوسطاء العاملون بها (شركات البورصة). يطلق على الوسطاء الذين يحملون أوامر المتعاملين وينفذونها مقابل عمولة تحددها سلطات البورصة اسم (Brokers)، في حين يعرف الوسطاء الذين يقومون بالاتجار في الأوراق المالية لحسابهم الخاص باسم (Dealers).

تكمن أهم أسباب لجوء المستثمرين إلى الوسطاء في:

- تجنب تكاليف المعلومات، حيث يتطلب الاستثمار بطريقة مباشرة معلومات حول الوضعية المالية للمؤسسات و ملاءتها. فبدون الوسطاء الماليين في هذه الأسواق، فإن المستثمر الذي يرغب في الشراء أو البيع السريع للأسهم قد يجد نفسه مضطرا لإنفاق مبالغ كبيرة في البحث عن الصفقات المناسبة.[2]
- تجنب تكاليف المعاملات لأن الوسطاء يجمعون الكثير من الصفقات ويدفعون عنها المصاريف بصورة مشتركة.

أما من حيث المهام التي يقوم بها الوسطاء في البورصة، فبالإضافة إلى التعامل في الأوراق المالية، توسع نشاط هذه الفئة ليشمل مجالات البحوث و التحليل وتقديم النصائح لمختلف المتعاملين في البورصات من مختلف المستثمرين، الجمهور، المؤسسات الاستثمارية والمؤسسات التي تبحث عن التمويل.[3] وقد تتخصص بعض هذه البيوت في الأبحاث و التحليلات، وتسمى بيوت الاستشارة في الاستثمار (Advisory Firms). أهمها في الولايات المتحدة الأمريكية

[1] Silem (Ahmed) et autres: Lexique d'économie, op.cit, p345.

[2] محمد صالح الحناوي وعبد الفتاح عبد السلام: المؤسسات المالية (البورصة والبنوك التجارية)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص02.

[3] محفوظ جبار: تنظيم وإدارة البورصة، مرجع سبق ذكره، ص08.

شركة (Standard and poors)، حيث تنشط بشكل كبير إلى جانب بيوت السمسرة(Brokerage Houses) بالإضافة إلى ظهور ما يسمى بالسمسرة الإلكترونية (E-brokerage) التي تتم من خلال شبكة الانترنيت.

2-3- دور السوق المالية في التنمية الاقتصادية وتحقيق الخوصصة

تبرز أهمية الأسواق المالية في عملية التنمية الاقتصادية كإحدى الآليات الهامة لتجميع المدخرات من الأفراد والشركات والقطاع العام وتحويلها إلى القطاعات التي تفتقر إلى السيولة اللازمة لتمويل الاستثمارات متوسطة وطويلة الأجل، كما أن هذه الأسواق لعبت دورا متزايدا خاصة منذ سنوات الثمانينات في تحويل ملكية المؤسسات العمومية إلى القطاع الخاص، وما يتيحه هذا الأسلوب من توسيع لقاعدة الملكية.

2-3-1- دور السوق المالية في التنمية الاقتصادية:

بصفة عامة يمكن القول أن الأسواق المالية تقوم بدفع عملية التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي من خلال قيامها بالوظائف التالية:

أ- تمويل الاقتصاد وتوفير السيولة:

الوظيفة الأولى للسوق المالية هي امتصاص رؤوس الأموال من المتعاملين الاقتصاديين الذين يتوفرون على قدرات تمويل ومنح هذه الموارد طويلة الأجل للمؤسسات و الإدارات العمومية. وتساهم السوق المالية في تمويل استثمارات المؤسسة إلى جانب مصادر التمويل الأخرى.[1] فمن خلال هذه السوق يمكن للمؤسسات بيع الأوراق المالية و الحصول على السيولة، وعن طريقها أيضا يستطيع حملة الأسهم والسندات تحويل ما يملكونه من أوراق مالية إلى سيولة إذا اضطرقم أو شجعتهم الظروف على عمل ذلك. أما في حالة غياب الأسواق المالية فيضطر حامل السند إلى انتظار موعد استحقاقه، و حامل السهم حتى تحل أو تصفى الشركة طوعا أو جبرا و تتحول إلى سيولة.[2]

ب- تخفيض تكاليف المعلومات وانتقال الأموال بين المتعاملين:

تدفع الأسواق المالية الواسعة وعالية السيولة إلى حيازة المعلومات، فتقوم البورصات بجمع المعلومات وتعميمها بحيث تعكس أسعار الأوراق المالية، وتوفر مؤسسات التصنيف الائتماني البيانات و المؤشرات عن ملاءة المقترضين و جدوى المشروعات وفرص الاستثمارات المربحة. فالأسواق المالية توفر الثقة للمتعاملين لأن أسعار التوازن تعكس المعلومة المتوفرة لدى جميع المتعاملين في أسهم الشركة دون الحاجة إلى جمع المعلومات اللازمة لتقييم أوضاع الشركات، ودون إضاعة وقت المتعاملين في البحث عن المشتريين أو البائعين.

[1] Marie Henry (Gérard): Les marchés financiers, Armond colin, Paris, 1999, p14.

[2] أحمد بوراس: أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص83-84.

ج- إدارة المخاطر المالية وتوفير أدوات مالية متعددة:

تعتبر الأدوات المالية التي توفرها الأسواق المالية متباينة في مستوى مخاطرها، مما يجعلها تتجاوب مع الرغبات غير المتجانسة للأفراد في تحمل المخاطرة، فهناك البعض من أفراد المجتمع يتسمون بالمغامرة، تجدهم يسعون لتحقيق عوائد مالية عالية حتى لو تطلب ذلك تحمل مخاطر كبيرة، فهم يفضلون الأسهم على السندات و العكس بالنسبة للبعض الآخر.[1]

وتقوم مؤسسات الوساطة المالية بتوزيع الأرصدة المتاحة للإقراض و المتاحة للاستثمار بين المشروعات الاقتصادية المختلفة عن طريق إدارتها للمحافظ الاستثمارية وتجميع المخاطر و إدارتها وفقا لمحددات الاستثمار و اعتبارات العائد و المخاطرة و السيولة المرتبطة بها، بما يخفض من تكلفة المخاطر المجمعة مقارنة بما قد تفضي إليه مخاطر إخفاق مشروع واحد على مستثمر واحد.[2]

د- تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية وتوجيه الموارد:

تتحدد أسعار التوازن للأوراق المالية من خلال المنافسة التامة و تفاعل العرض و الطلب عليها في السوق. و البورصة لها دور هام في تحقيق عدالة الأسعار وذلك من خلال الالتقاء الواسع للطلب و العرض معا. فهي بما لديها من أجهزة و إمكانات و اتصالات السماسرة يبعضهم و اتصالاتهم بعملائهم بوسائل الاتصال المختلفة تعمل على تجميع الطلب و العرض في مكان واحد يترتب عليه سعر عادل للبائع حتى لا يتعرض لضغط الحاجة ويبيع مضطرا بخسارة. وتساهم في تحقيق السعر المناسب أيضا عن طريق إلزام الشركات المقيدة بها بمدها بالمعلومات الكافية التي قد تؤثر مباشرة على قيم الأسهم، وبذلك يتمكن المتعاملون من تقييم الأوراق المتداولة على أسس معلومة.[3] و المعلومة المعطاة للمستثمرين لها عدة مزايا: فهي منتظمة عامة وواسعة الانتشار. و الفضل الأكبر لتسعيرة البورصة هو استباق قيمة المؤسسات في الأجل المتوسط ووضع فرضيات حول مستقبلها.[4]

وتتخذ مؤسسات الأعمال قراراتها التمويلية بناء على أسعار التوازن في السوق فلا تبقى في الاقتصاد إلا الاستثمارات التي تحقق رغبات المدخرين من فوائد و أرباح، وفي الحالة العامة لا يمكن للمؤسسات تحقيق عوائد مرتفعة إلا إذا كانت سلعها وخدماتها تخدم حاجات ورغبات المستهلكين. ولذلك فآلية عمل الأسواق المالية تساهم في توجيه الاقتصاد بما يشبع حاجات المجتمع.

---

[1] أحمد بوراس: أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص84.

[2] شذا جمال خطيب: العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا للنشر، عمان، 2002، ص53.

[3] عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص: أسواق المال و تمويل المشروعات، مرجع سبق ذكره، ص33.

[4] Marie Henry (Gérard): les marchés financiers, op.cit., p14.

هـ- الأسواق المالية مرآة للنشاط الاقتصادي:

تمثل السوق المالية حلقة وصل بين الفعاليات الاقتصادية المؤثرة كالبنوك و المؤسسات و المستثمرين، مما يجعلها تعطي مؤشرا عاما لاتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار و الاستثمار، وهي مؤشرات لجزء من واقع الاقتصاد القومي، مما يجعل السوق المالية تعبر عن حالات الانتعاش أو الركود وتجمع و تسجل الاتجاهات التي تحدث في النشاط الاقتصادي وتحدد الاتجاهات العامة للتنبؤ.

2-3-2- كفاءة الأسواق المالية ومؤشرات قياس تطورها:

حتى تؤدي السوق المالية دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، يجب أن تتوفر فيها شروط الكفاءة، وان تكون قيم الأوراق المالية المتداولة فيها حقيقية.

2-3-2-1- كفاءة الأسواق المالية:

تعتبر بورصة الأوراق المالية ذات كفاءة عالية، إذ تمكننا من توجيه رؤوس الأموال للتوظيف في المشاريع المربحة للاقتصاد. ولأجل ذلك يجب توفر المعلومات عن مختلف الأصول المالية، وإيصال هذه المعلومات بسرعة وبأقل التكاليف إلى كافة المتعاملين في نفس الوقت، حتى يتسنى لكل مستثمر استغلال فرصة الاستثمار التي تعكس كافة المعلومات المتوفرة في السوق بشكل عادل.[1] فالسوق الكفءة هي تلك السوق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية بشكل تام المعلومات التي بحوزتنا حول القيم الأساسية[2] للأوراق المالية.[3]

ومفهوم الكفاءة ينطوي على ضرورة توافر كافة البيانات و المعلومات المتاحة لجميع المستثمرين وفي الوقت نفسه، كالمعلومات المتاحة عن المؤسسات في القوائم المالية و السجلات التاريخية لحركة الأسهم، وبذلك تكون القيمة السوقية للورقة المالية معادلة لقيمتها الأساسية. لكن هذا لا يعني تماثل تقديرات المتعاملين للمكاسب المتوقعة ومستويات المخاطرة، فسوق الأوراق المالية تتضمن العديد من المستثمرين الذين تختلف درجة معرفتهم و خبرتهم في تعاملات هذه السوق، حيث نجد:

- مستثمرين قليلي الخبرة تجعل تصرفاتهم أسعار الأوراق المالية تبتعد عن القيم الأساسية لها.

[1] أحمد بوراس والسعيد بريكة: "كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد: دراسة استشرافية لواقع الأسواق المالية العربية"، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات- دراسة حالة الجزائر والدول النامية -، جامعة بسكرة، يومي 21و 22 نوفمبر 2006.

[2] تمثل الورقة المالية حقا في تدفقات نقدية مستقبلية، ولذلك فالقيمة الأساسية لورقة مالية هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي ينتظر حاملها الحصول عليها.

[3] Marie Henry (Gérard): les marchés financiers, op.cit., p38.

- مستثمرين محترفين تضغط تصرفاتهم على أسعار الأوراق المالية في اتجاه قيمها الأساسية.

ونتيجة لهذا الاختلاف من المتوقع أن تكون الأوراق المالية مقيمة كأكثر أو أقل من قيمتها الأساسية، الشيء الذي من شأنه أن يخلق فرصا مختلفة لبعض المستثمرين لتحقيق أرباح غير عادية، كما أن التنافس الشديد بين المكاتب و البيوت المتخصصة في تقديم المعلومات المالية و تحليلها يدفع بأسعار الأوراق المالية في اتجاه القيم الأساسية لها دون إتاحة الفرصة لبعض المستثمرين للاستفراد بتحليل المعلومات، وبذلك تتضاءل فرص تحقيق أرباح غير عادية، لكن لا يمكن أن تنعدم هذه الفرص مهما كانت درجة تطور السوق المالية، ففي بعض الحالات مثلا يكون المديرون و الأشخاص الذين يمكنهم الحصول على معلومات خاصة و أسرار الصناعة من حملة الأوراق المالية للمؤسسات التي يعملون فيها، وبذلك يحققون أرباحا غير عادية على حساب المستثمرين الذين لم تتح لهم هذه المعلومات في التوقيت المناسب.

أ- شروط تحقيق الكفاءة في الأسواق المالية:

تتوقف كفاءة سوق رأس المال على مدى توفر المعلومات للمستثمرين و سرعة ذلك، و تقارب فرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها، هذا المفهوم يستلزم تحقق الأمور التالية:

أ-1- الكفاءة الخارجية:

تسمى كذلك كفاءة التسعير، وتتحقق عندما تتوفر المعلومات الجديدة في الوقت المناسب دون أن يتحمل المستثمرون تكاليف مرتفعة للحصول عليها، مع تكافؤ فرص الحصول على هذه المعلومات ، وبهذا يصبح التعامل في تلك السوق بمثابة مباراة عادلة، فالجميع لهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين.[1]

أ-2- الكفاءة الداخلية:

تسمى أيضا بكفاءة التشغيل، ويقصد بذلك قدرة السوق على تحقيق التوازن بين العرض و الطلب دون أن يتكبد المتعاملون تكاليف مرتفعة مع سرعة تنفيذ عمليات التداول داخل السوق مع عدم إتاحة الفرصة لصناعها لتحقيق هوامش ربحية غير عادية.

[1] عبد الغفار حنفي: أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص191.

أ-3- عمق واتساع السوق:

السوق العميقة هي السوق التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين والمشترين المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية.[1] فإذا حدث أي اختلال بسيط بين العرض والطلب يدخل هؤلاء البائعين والمشترين المحتملين إلى السوق فورا للتداول، مما يؤدي إلى ضبط التغير الكبير في الأسعار. أما اتساع السوق فيتعلق بحجم التداول الناتج عن أوامر الشراء والبيع، أي اتساع حجم التداول بفعل كثرة طلبات البيع والشراء للمستثمرين المختلفين.

أ-4- سرعة رد فعل السوق:

فكل تغير طفيف في أسعار الأوراق المالية يؤدي إلى تدفق طلبات الشراء و البيع و بالتالي تعديل أسعار الأوراق المالية بفعل حركة التداول.

ب- درجات الكفاءة في الأسواق المالية:

وهي:

ب-1- الكفاءة الكاملة:

تتحقق الكفاءة الكاملة للسوق المالية بتوفر مجموعة من الشروط أهمها:[2]

- عدم وجود قيود على التعامل، حيث يستطيع المستثمر بيع أو شراء أي كمية من الأسهم، مهما صغر حجمها، بسهولة و يسر نسبيا، مما يعني قابلية الأوراق المالية للتجزئة.
- توافر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين وبدون تكاليف إضافية، وبما يسمح بأن تكون توقعات جميع المتعاملين متماثلة.
- وجود عدد كبير جدا من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم على حركة الأسعار في السوق، وبالتالي يقبل كل منهم السعر كأمر مسلم به.
- يتمتع المتعاملون في السوق بالرشد الاقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة.

وحسب مفهوم الكفاءة الكاملة للسوق، كل معلومة– سابقة أو حالية، عامة أو خاصة، بما فيها مثلا تلك التي تخص الأسرار الصناعية – تدخل في تحديد أسعار الأسهم. إلا أن هذه الشروط لا يمكن أن تتحقق في الواقع العملي،

[1] أحمد بوراس والسعيد بريكة: "كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد: دراسة استشرافية لواقع الأسواق المالية العربية"، مرجع سبق ذكره.

[2] صلاح الدين حسن السيسي: بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر، مصر، 2003، ص26.

فهناك تكاليف للمعاملات، وقيود عليها تصنعها التشريعات و التنظيمات..الخ، مما يؤدي إلى اختلاف القيم السوقية للأوراق المالية عن القيم الأساسية.

ب-2- الكفاءة الاقتصادية:

تستند الكفاءة الاقتصادية إلى فرضية السعي المستمر للمستثمر إلى تعظيم منفعته الخاصة، و بالتالي يكون في سباق مع المستثمرين الآخرين للحصول على المعلومات التي تدخل في تحديد أسعار الأوراق المالية، فمن المتوقع أن يكون هناك فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق و بين تأثيرها على الأسعار السوقية، أي من المتوقع وجود اختلاف بين القيمتين السوقية و الأساسية للأوراق المالية لفترة معينة، و استنادا إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية فإن السوق الكفءة هي تلك التي تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات و البيانات التي تصل إلى السوق، مما يؤدي إلى اتجاه القيمة السوقية إلى التساوي مع القيمة الأساسية للورقة المالية.

2-2-3-2- مؤشرات قياس درجة تطور الأسواق المالية ومدى مساهمتها في التنمية الاقتصادية:

يعتمد الاقتصاديون في قياس تطور الأسواق المالية ومساهمتها في التنمية الاقتصادية على مجموعة من المؤشرات أهمها حجم سوق الأوراق المالية، سيولتها، والعوائد التي تتيحها، وهذه المؤشرات تسمح أيضا بإجراء مقارنات بين عدد من الأسواق المالية.

أ- حجم سوق الأوراق المالية:

يعتبر هذا المؤشر أهم المؤشرات المستخدمة في قياس تطور الأسواق المالية، ويتحدد من خلال:

- الرسملة البورصية (السوقية)، وهي تقييم شركة من خلال قاعدة أسهمها، ونحصل عليها بضرب عدد أسهمها المدرجة في السوق في أسعارها.
- إجمالي رسملة البورصة وهي قيمة كل الأسهم المدرجة في البورصة.
- عدد الشركات المدرجة والذي يدل على مدى عمق السوق وتنوعها.

ولمعرفة مكانة سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الوطني والقيام بإجراء مقارنات بين أسواق مالية في دول مختلفة، يمكن قسمة كلا من إجمالي رسملة البورصة وعدد الشركات المدرجة على الناتج الداخلي الخام للدولة المعنية.

ب- السيولة:

يتم قياس ودراسة السيولة في أسواق الأوراق المالية من خلال:

- حجم التداول وهو قيمة الأسهم التي تم تداولها في السوق خلال فترة محددة.

- معدل دوران الأسهم وهو نسبة قيمة الأسهم المتداولة خلال فترة زمنية معينة إلى القيمة السوقية للأسهم المكتتب فيها في نهاية الفترة.
- درجة تركز السوق وتحسب بقياس نسبة الرسملة البورصية لأكبر عشر شركات مدرجة في السوق إلى إجمالي رسملة البورصة.

ج- العوائد:

هناك مؤشرات تفيد في تحديد العوائد في أسواق الأوراق المالية وأهمها:

- عائد السهم وهو نسبة صافي الأرباح بعد الضرائب إلى عدد الأسهم.
- مضاعف السهم Price Earning Ratio (PER) وهو النسبة بين سعر السهم وربحه، أو النسبة بين الرسملة البورصية للمؤسسة والربح الإجمالي الصافي لها.

2-3- 3- دور السوق المالية في تحقيق إستراتيجية الخوصصة:

أظهرت تجارب العديد من الدول المتقدمة و النامية على حد سواء وجود علاقة وثيقة بين عملية الخوصصة و الأسواق المالية، حيث يساعد على نجاح الخوصصة وجود أسواق مالية عميقة و نشيطة يتم من خلالها طرح و تداول إصدارات الشركات التي يتم تحويلها إلى القطاع الخاص. وتؤدي الخوصصة إلى نمو الأسواق المالية من خلال زيادة أعداد المتعاملين في السوق و الأدوات المالية المتداولة.

2-3- 3-1- أهمية السوق المالية في تحقيق إستراتيجية الخوصصة:

أصبحت هذه الآلية تعرف اهتماما متزايدا حتى في البلدان النامية، أما في البلدان الصناعية، حيث الأسواق المالية متطورة وتساهم بشكل كبير في تمويل الاقتصاد فهي الوسيلة المفضلة للخوصصة. وتعتبر التجربتان البريطانية والفرنسية مرجعا في هذا المجال.[1] و يلائم تطبيق هذه الآلية المؤسسات الكبيرة التي تتسم بنوع من الاستقرار الاقتصادي والمالي.[2] وبعد اتخاذ قرار الخوصصة تقوم الحكومة بطرح كل أو جزء من أسهم رأسمال المؤسسة للبيع للجمهور من خلال سوق الأوراق المالية. ويقوم هذا الأسلوب على افتراض أن رأسمال المؤسسة يتكون من عدد من الأسهم، أما إذا لم يكن الأمر كذلك فيجب تقييم الشركة وتقدير عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال، وهنا تصبح الاستعانة ببنوك الاستثمار أو البنوك التجارية ضرورة لا غنى عنها، ومن خلال البنك يتم تقييم المؤسسة وتحديد

---

[1] رحيم حسين: "أساليب وآليات بيع القطاع العام (الشروط والضوابط مع إشارة إلى التشريع الجزائري)"، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، مرجع سبق ذكره.

[2] نفس المرجع السابق، ص 07.

عدد الأسهم المكونة لرأس المال والقيمة التي سيصدر بها السهم و اقتراح حجم و توقيت الإصدار، واتخاذ الإجراءات اللازمة لقيده في البورصة و القيام بمسؤولية تسويقه.

وفي الكثير من دول العالم الثالث قد تكون الطاقة الاستيعابية لسوق الأوراق المالية محدودة بسبب صغر السوق أو ضعف كفاءتها، أو بسبب تواضع المدخرات المحلية بشكل يخشى معه أن يترتب على الطرح الكامل لأسهم المؤسسات الفشل في تصريفها. هذا قد يعني أنه قد يكون من الأفضل للكثير من دول العالم الثالث أن تحد من السرعة في تنفيذ برنامج الخوصصة بصفة عامة، و الخوصصة الكاملة لملكية المؤسسات التي يتضمنها البرنامج بصفة خاصة، سواء كان ذلك بسبب ضعف الطاقة الاستيعابية لسوق رأس المال، أو بسبب الرغبة في كسب ثقة المستثمرين المحتملين.[1] ولهذا من الأفضل في البداية أن يكون الطرح العام جزئيا، بمعنى أن تبقي الحكومة على ملكية جزئية في رأس مال المؤسسات في هذه الدول.

ورغم نجاح الحكومة في تسويق الأسهم المصدرة والوصول إلى المستثمرين حتى دون اللجوء إلى بنوك الاستثمار كما حدث في جامايكا وتركيا وكينيا خاصة من خلال شن حملات إعلانية مكثفة لفائدة المستثمرين المحتملين، تبقى هناك ضرورة وجود سوق مالية ثانوية سواء كانت بورصات أو أسواق غير منظمة لإتاحة الفرصة للمستثمرين للتصرف في أسهمهم بالبيع أو الشراء. أما في حالة عدم وجود سوق ثانوية فتتأثر سيولة السهم إلى أدنى حد ويصعب على حامله التخلص منه بالسرعة المطلوبة، مما يؤدي إلى فشل أسلوب الطرح العام للأسهم. كما تطرح في هذه الدول بحدة توعية المستثمرين بكيفية التعامل في الأوراق المالية بالبيع والشراء، لأن هدف الحكومة لا يقتصر على نجاحها في بيع الأسهم للجمهور، بل ينبغي أن يمتد لضمان استمرارية المؤسسة بكفاءة، و تسويق الأسهم مع ضعف حجم السوق وعدم توفر آليات كافية لضبط التعامل يمكن أن يؤدي إلى احتكار مجموعة من المتعاملين لأسهم بعض المؤسسات و ارتفاع أسعارها، وذلك يعطي مؤشرات كاذبة للمستثمرين الذين يتهافتون على شرائها و تتحقق أرباح كبيرة للمحتكرين، في حين يتوقف نجاح برنامج الخوصصة على الثقة بين الحكومة و المستثمرين.

2-3-3-2- مزايا الخوصصة عن طريق السوق المالية:

ينتشر استعمال تقنية الخوصصة عن طريق السوق المالية بشكل كبير في الدول المتقدمة وبعض الدول النامية خاصة في آسيا وأمريكا اللاتينية لما لهذه الطريقة من مزايا وأهمها:

- تتميز هذه الطريقة بدرجة عالية من الشفافية، حيث يتم الترويج لعملية البيع كما يتم الكشف عن القوائم المالية للشركة تماشيا مع شروط البيع من خلال الأسواق المالية.

[1] منير إبراهيم هندي: الخصخصة (خلاصة التجارب العالمية)، مرجع سبق ذكره، ص137-138.

- تستهدف الخوصصة عن طريق السوق المالية مجموعة كبيرة من المستثمرين بالإضافة إلى إمكانية مساهمة الجمهور الواسع، مما يؤدي إلى توسيع قاعدة الملكية وتجنب نشوء الاحتكارات خاصة عندما تضع الدولة قيودا على كمية الأسهم التي يمكن لكل مستثمر شراؤها. ففي الكويت مثلا، تعطي الهيئة العامة للاستثمار – وهي الجهة الحكومية المشرفة على عملية الخوصصة – الأفضلية في الاكتتاب لصغار المستثمرين مما يسهم في توسيع قاعدة الملكية.[1]
- تؤدي الخوصصة عن طريق السوق المالية في الدول النامية إلى زيادة تداول الأوراق المالية وتنشيط الأسواق المالية المحلية كما حدث في الكثير من دول أمريكا اللاتينية والدول العربية. ففي الشيلي مثلا تضاعفت رسملة بورصة سانتياغو بــ05 مرات بين 1989 و 1993 بفعل عمليات الخوصصة التي جرت خلال هذه الفترة.
- تساهم هذه الطريقة في تجنب الدولة للمعارضة الشديدة لبرنامج الخوصصة خاصة من طرف النقابات العمالية والأحزاب السياسية لأنها تساهم في توسيع قاعدة الملكية.

2-3-3-3- المؤسسات التي يلائمها أسلوب الخوصصة عن طريق السوق المالية:

المؤسسات التي يلائمها أسلوب طرح الأسهم في سوق الأوراق المالية هي تلك التي تتوفر فيها شروط التسجيل في السوق، أو على الأقل يتوقع أن يتوفر لها ذلك بعد إعادة تأهيلها و قبل تضمينها في برنامج الخوصصة. تختلف هذه الشروط من بورصة لأخرى إلا أنها تستهدف أمرين هما التأكد من توفر مقومات الاستمرار وأن المؤسسة تلعب دورا ملموسا في الاقتصاد القومي، وهي عموما تتعلق بتحقيق قدر معين من الأرباح و أن لا تقل قيمة أصولها الملموسة عن حد معين ، كما قد يشترط أن تكون قامت بتوزيعات خلال عدد من السنوات السابقة ، ومرور حد أدنى من السنوات على إنشائها. هذه الشروط تعتبر مهمة لأن وظيفة سوق رأس المال تتمثل أساسا في التخصيص الكفء للموارد و تحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة.

يساعد هذا الأسلوب أيضا المؤسسات التي ترغب الحكومة في توسيع و تنويع دائرة ملكيتها، و الحالات التي ترغب فيها الحكومة في الإبقاء على ملكية جزئية في رأس المال والحالات التي ترغب فيها أيضا في التحويل الكامل للملكية على عدة مراحل، سواء بالنسبة لكل مؤسسة حيث يتم خوصصتها على عدة مراحل وحسب ما تسفر عنه كل عملية سابقة لبيع أسهما، أو بالنسبة لمجموعة من المؤسسات كما حدث في مصر وتونس والمغرب. ففي تجربة مصر طرحت لأول مرة أسهم حوالي 10% من أصل 314 شركة في عام 1992 وذلك بغية دراستها كتجربة وإمكانية

[1] رياض دهال وحسن الحاج: "حول طرق الخوصصة"، بحث مقدم إلى المعهد العربي للتخطيط بالكويت ، ص12-13.

التوسع فيها في حالة نجاحها. وهو ما حدث بالفعل عندما أثبتت هذه التجربة فاعليتها مما أدى بالحكومة إلى التوسع في طرح بقية الشركات بعد دراسة أوضاعها طوال الفترة الماضية[1]

2-3-3-4- المؤسسات التي لا يلائمها أسلوب الخوصصة عن طريق السوق المالية:

إذا كانت المؤسسة صغيرة الحجم فقد لا يكون من صالحها طرح أسهمها للتداول العام ، لأنه لا يتوقع أن تحظى أسهمها باهتمام كاف من قبل السماسرة و يجعل أسهمها صعبة التسويق، فتكون بذلك القيمة السوقية للسهم في غالب الأحيان أقل من قيمته الحقيقية مما يعني انخفاض حصيلة الإصدار. هذا و تعد تكاليف الإصدار في معظمها من النوع الثابت و تتمثل أساسا في مصاريف تسجيل الورقة المالية لدى لجنة الأوراق المالية و البورصة، مما يجعل نصيب السهم من تكلفة الإصدار مرتفعا في حالة الإصدارات الصغيرة، وتكون تكاليف الإصدارات التي تتحملها الحكومة في حالة الطرح العام للأسهم أكبر منها عند البيع المباشر للأسهم. بالإضافة إلى ذلك لا يساعد هذا الأسلوب من أساليب الخوصصة المؤسسات التي تعمل في نشاط شديد التخصص أو التي تنتمي إلى صناعة تتسم بدرجة عالية من الموسمية.

2-3-3-5- دور البنوك والمؤسسات المالية في تحقيق إستراتيجية الخوصصة:

ينبع دور البنوك والمؤسسات المالية في هذا الشأن من الصعوبات التي تواجهها عملية الخوصصة. حيث تتمثل المهمة الأولية لهذه المؤسسات في هذا الصدد في:

- تقييم الشركات ودراسة جدوى و إمكانية إعادة هيكلتها و الترويج لها، وتوفير المعلومات للتعرف على الفرص الاستثمارية في الشركات المخوصصة.
- القيام بدور السمسرة و الاكتتاب في الأوراق المالية المطروحة للبيع و إنشاء مؤسسات متخصصة في تقديم الاستشارة المالية.
- تقديم التمويل اللازم للمؤسسات بعد انتقال ملكيتها من خلال القروض بمختلف آجالها، فتخلي الدولة عن المؤسسات العمومية يعني فقدان هذه الأخيرة لتغطية و ضمان الدولة لقروضها.

وبعد اتخاذ القرار بخوصصة المؤسسة، يمكن لهذه الأخيرة إصدار و تصريف أسهمها بعدة طرق، إما بالأسلوب المباشر من خلال اتصالها بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الكبيرة لتبيع الأسهم التي أصدرتها، أو من خلال المزاد، وبمقتضاه تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات و الأسعار ، حيث يتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى إلى غاية التصريف الكامل للأوراق المالية. لكن الأسلوب السائد في الكثير من الدول

[1] رياض دهال وحسن الحاج: "حول طرق الخوصصة"، مرجع سبق ذكره، ص11.

المتقدمة و خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية هو الاعتماد على بنوك الاستثمار في إصدار أسهم المؤسسات. أما في الدول التي تتسم فيها أسواق الأوراق المالية بالصغر فيمكن أن تتولى فيها بعض البنوك التجارية مهمة الإصدار.

ولا يخرج بنك الاستثمار عن كونه وسيط بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة، وبين الجهة التي قررت إصدارها، فهو يقدم المساعدة للجهة المعنية لكي يتم إصدار الورقة، كما يقوم بتمويل شراء الإصدار بغية إعادة بيعه للجمهور. وكما يبدو فإن بنك الاستثمار لا يمارس نشاطا مصرفيا بالمعنى المعروف، كما أن تمويله لشراء الإصدار لا يمثل استثمارا دائما، بل هو استثمار مؤقت ينقضي بمجرد نجاحه في التخلص من الإصدار من خلال البيع.[1]

أ- اختيار بنك الاستثمار:

يتم اختيار بنك الاستثمار بإحدى الطريقتين:

- التفاوض المباشر، وعادة ما يكون مع بنوك ذات خبرة سابقة مع المؤسسة كما أن البنوك متخصصة، حيث يتخصص بعضها في تصريف الأوراق المالية لأنواع معينة من المؤسسات.
- أسلوب العطاءات، ومن خلاله تتم المفاضلة على أساس التكاليف التي تتحملها المؤسسة و السعر الذي يدفعه البنك لشراء الإصدار، ونسبة الإصدار التي يضمن تصريفها.

وعموما تعتبر طريقة التفاوض المباشر أحسن لأنها تكون على أساس جودة الخدمة المقدمة وليس على أساس التكلفة المنخفضة، وهذا خاصة إذا اختارت المؤسسة بنك استثمار معروف ومشهود له، مما يزيد من ثقة المستثمرين واحتمال بيع الأوراق المالية بقيمتها الحقيقية.

ب- المهام الرئيسية لبنك الاستثمار:

بصفة عامة يقوم بنك الاستثمار بالمهام التالية:

- تقديم النصح و المشورة بشأن حجم الإصدار ومدى ملائمة توقيته، إذا كانت هناك وسائل أخرى للتمويل أكثر ملائمة.
- التعهد بتصريف كل أو حد أدنى من الكمية المقرر إصدارها، وذلك مقابل عمولة و إذا ما تبقى جزء لم يتم تصريفه يرد إلى الجهة صاحبة الإصدار.
- التوزيع الفعلي للإصدار من خلال بيعه للجمهور.

[1] منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص84.

ومن الممكن أن تشترك عدة بنوك في هذه العملية، حيث يقوم بنك الاستثمار القائد (Leader Investement Banker) بإعداد عقد مشاركة لمجموعة من بنوك الاستثمار تقوم بالمهام السابقة، وتتحمل مع البنك القائد مخاطر الفشل في التسويق وذلك مقابل الحصول على جزء من عمولة الإصدار.

وفي الدول المتقدة كالولايات المتحدة الأمريكية تقوم معظم الشركات بالحفاظ على علاقة دائمة مع بنك استثمار واحد تفاوضه قبل الإقدام على أي طرح للأوراق المالية. ويقوم هذا البنك بالاشتراك في جميع مراحل الإعداد و التنفيذ لهذا الطرح. فهو يعمل كمستشار مالي للشركة.[1]

ولا يتم تسويق الإصدار إلا بعد تقديم طلب تسجيل يقدم إلى البورصة والتي يقع على عاتقها مسؤولية التأكد من مدى جودة الإصدار من خلال البيانات الموضحة في الطلب، وأهم هذه البيانات الهدف من الإصدار و السعر المحدد للبيع للجمهور، ونسخة من العقد المبرم بين المؤسسة المصدرة وبنك الاستثمار. تقدم البورصة موافقتها إذا تحققت الشروط و توفر قدر كاف من الإفصاح المحاسبي، وهنا يتولى البنك القائد إرسال نسخة من تلك البيانات بعد اعتمادها من طرف البورصة إلى المستثمرين المحتملين.

2-3- 3-6- دور بورصة الأوراق المالية في تحقيق إستراتيجية الخوصصة:

يمكن تلخيص أهم الأدوار التي تلعبها بورصة الأوراق المالية في تحقيق و إنجاح سياسة الخوصصة في النقاط التالية:

- تقوم البورصة بما لها من خبرة واسعة و معلومات عن الشركات و طلب و عرض الأوراق المالية و الأوضاع الاقتصادية السائدة في وضع خطة للخوصصة.
- تقييم أصول شركات القطاع العام المطروحة للبيع للقطاع الخاص، فتقييم الأصول عملية معقدة تحتاج العديد من الخبراء الذين لهم دراية بظروف السوق، وبالتالي ضرورة الاستعانة برجال البورصة.
- توفير المعلومات و البيانات التي تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية وزيادة الإقبال على ملكية الأسهم المطروحة للبيع.
- تلعب البورصة دورا كبيرا في إنجاح عمليات الخوصصة من خلال بيع جزء أو كل أسهم المشروعات الحكومية للعاملين فيها، وتشجيع المساهمة الشعبية من خلال تمكين صغار المستثمرين من شراء الأوراق المالية ومنع احتكارها من طرف فئة محدودة. كما تساعد البورصة على منع سيطرة الأجانب على معظم أو بعض الأسهم.
- تساعد البورصة على نجاح الخوصصة عن طريق مقايضة ديون الدائنين بالأسهم، فتحويل الدين آلية للتمويل تسمح بترقية الاستثمار في الدول التي تعاني من نقص رؤوس الأموال المحلية، وتخفف أعباء القرض وخدمته.[1] و

[1] عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص: أسواق المال وتمويل لمشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص60.

تتمثل في الحالة العامة في استبدال الديون بمساهمات في رأس المال.[2] وهذا للاستثمار في مختلف المشاريع الحقيقية كإنشاء المصانع وتوسيع المصانع الموجودة وشراء الأوراق المالية في البلد المعني.

2-3- 3-7- إجراءات التنازل عن طريق بورصة الأوراق المالية:

إن طرق التنازل عن ملكية الأسهم من خلال السوق المالية تكمن في الإجراءات التقليدية التي تستعمل آليات البورصة لبيع أسهم المؤسسات العمومية المرشحة للخوصصة. وهذه الإجراءات تنص عليها التشريعات في كل الدول المتقدمة والكثير من الدول النامية ومنها الجزائر و المغرب و تونس، لكن تطبيقها بنجاح كبير يبقى مقصورا على تلك الدول التي تتوفر على أسواق مالية متطورة بقدر كاف يسمح بتعبئة رؤوس أموال مهمة. وتعتبر فرنسا و بريطانيا المرجع الرئيسي من بين الدول المتطورة التي استعملت بنجاح كبير إجراءات التنازل عن الأسهم عن طريق السوق المالية. هذه الإجراءات تسمح بتطبيق تقنية العرض العمومي للبيع، وهو تقنية متطورة للخوصصة تتبناها جميع بورصات العالم في إطار اللجوء العلني للادخار. وذلك مع الأخذ بعين الاعتبار شروط الشفافية و المساواة في معالجة المسائل.[3]

هناك تقنيتان للعرض العام للبيع منتشرتان في جميع أنحاء العالم وهما:

أ- العرض العام للبيع بالسعر الثابت:

استعملت هذه الطريقة بكثرة في عمليات الخوصصة في الدول الغربية و خاصة في فرنسا، ثم انتشرت في باقي دول العالم. وتكمن في قيام الشركة بعد تسجيلها في التسعيرة الرسمية باقتراح بيع مجموعة من الأسهم في البورصة بسعر ثابت و معلن مسبقا. ويتم تحديد هذا السعر من خلال تقييم الشركة من طرف خبراء.

يكمن العائق الرئيسي لهذه الطريقة في كون القيمة التي تنتج عن الطرق التقليدية للتقييم لا تتكيف دائما مع خصوصيات المؤسسة العمومية. فخطر أن تكون قيمة السهم المحسوبة أكبر من تلك التي يعطيها السوق أمر واقع ويمكن أن يشكل سببا لفشل العملية. هذا الخطر تم تخفيضه خاصة في فرنسا حيث تقوم لجنة الخوصصة بعدة عمليات للتقييم متناقضة يقوم بها عدد من المقيمين المستقلين(مكاتب المحاسبة،بنوك الأعمال...) وتلجأ غالبا إلى فرضية السعر الأكثر انخفاضا لأنه يتجاوب من جهة أخرى مع أحد أهم أهداف هذا الإجراء، وهو تشجيع مساهمة شريحة واسعة من الشعب.[4]

---

[1] "La conversion de la dette", in Techniques et pratiques bancaires financières et boursières. Op.cit., p26.

[2] Idem, p26.

[3] أحمد بوراس: أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص152.

[4] Sadi (Nacer- Eddine): La privatisation des entreprises publiques en Algérie, OPU , Alger, 2006, p167.

وتتم عملية العرض العام للبيع بالسعر الثابت كما يلي: تعلن الدولة للمستثمرين نيتها في التنازل عن جزء أو كل أسهم المؤسسة التي تحوز عليها بالإضافة إلى شروط البيع (عدد الأوراق المالية، سعر البيع، أجل تقديم العروض)، ويتم هذا الإعلان من خلال حملة إعلامية موسعة، بعد ذلك يتم تجميع العروض ومعالجة الأوامر من طرف وسطاء البورصة، وإذا فاق الطلب العرض يتم منح الأوراق المالية وتخفيضها بما يتناسب مع العروض، مع إعطاء الأولوية لعروض معينة. فسبب نجاح هذه الطريقة يعود بشكل أساسي إلى تمكينها لصغار المدخرين من المساهمة في عمليات الخوصصة.

ب- العرض العام للبيع بالمزايدة على السعر الأدنى:

استعملت هذه الطريقة في بداية برنامج الخوصصة في بريطانيا، وتكمن في طرح أسهم المؤسسة للبيع بسعر أدنى وترك السوق المالية تحدد السعر النهائي. تتم هذه الطريقة من خلال ترتيب الطلبات حسب تناقص الأسعار، وتبدأ تلبية الطلبات الأكبر حتى يتساوى العرض و الطلب، ويكون السعر النهائي هو السعر الأدنى المقترح من طرف الطالبين.

وعلى عكس سابقتها، هذه الطريقة لا تحتاج تحضيرا كبيرا خاصة على مستوى التقييم، وتجعل بيع الأسهم يتم بالقيمة السوقية و بالتالي اجتناب الصعوبات و الأخطار الملازمة للسعر الناتج عن طرق التقييم التقليدية. هذه الطريقة في الواقع تجعل السوق هو الذي يتكفل بتحديد قيمة الشركة بدلا من السلطات المسؤولة عن الخوصصة.[1]

لكن هذه الطريقة أيضا لا تخلو من العيوب وخاصة إذا تمت العملية في أجواء سوقية تتسم بانخفاض حجم التداول وانخفاض الأسعار، فيمكن أن ينتج عنها أسعار سوقية للأسهم قريبة أو حتى مساوية للسعر الأدنى المحدد في بداية العملية. كما يمكن أن ينتج عنها نقص في الطلب.

وفي المراحل الأولى لعملية الخوصصة في بريطانيا، تم طرح أسهم خمس شركات للبيع بهذه الطريقة منيت ثلاثة منها بفشل كبير وهي على التوالي: شركة بريتويل (Britoil) سنة 1982، شركة كالبند ويرلس (Calbeand Wireless) سنة 1983، والشركة البريطانية للبترول (British Oïl) سنة 1984. ونتيجة لهذا الفشل تخلت بريطانيا عن هذه الطريقة ولجأت إلى طريقة العرض العام للبيع بالسعر الثابت الذي كانت نتائجه أحسن بكثير.[2]

[1]Sadi (Nacer- Eddine): La privatisation des entreprises publiques en Algérie, op.cit., p167.
[2]Abdeladim (Leila): Les privatisations d’entreprises publiques dans les pays du Maghreb arabe (Maroc-Tunisie-Algérie), Editions internationales, Paris, 1998, p175.

2-3- 3-8- دور الخوصصة في تنشيط السوق المالية:

يظهر دور الخوصصة في تطوير أسواق الأوراق المالية كأحد أهم أهداف برامج تحويل ملكية القطاع العام إلى القطاع الخاص في أغلب الدول. و لقياس مدى تحقق هذا الهدف يجب قياس تطور سوق البورصة بشكل جيد. وفي هذا الصدد يتم استخدام عدد من المؤشرات مثل زيادة عدد الشركات المدرجة في البورصة، زيادة رسملة البورصة، وزيادة سيولة السوق.[1]

فعمليات الخوصصة عن طريق السوق المالية تؤثر على البورصة بشكل مباشر من خلال زيادة عدد الشركات المدرجة في تسعيرة البورصة، مما يؤثر على مؤشرات البورصة الأخرى مثل رسملة البورصة خاصة إذا شملت هذه العمليات مؤسسات ذات حجم كبير، وزيادة عرض الأوراق المالية بما يؤثر على أحجام التداول وسيولة السوق.

ورغم وجود عدد كبير من المؤشرات التي يمكن استخدامها في دراسة مدى تأثير الخوصصة على السوق المالية، إلا أن الأدبيات التي تهتم بتطور الأسواق المالية تشجع على استخدام سيولة السوق وذلك للأسباب التالية:

- يهتم المستثمرون بسيولة السوق المالية أكثر من اهتمامهم بحجمها، لأن السيولة هي التي تمنحهم الأرباح الناتجة عن المبادلات.
- يرتبط النمو الاقتصادي بمدى قدرة أسعار البورصة على أن تعكس بشكل صحيح المعلومات حول المردودية المستقبلية للمؤسسات، وهذا بدوره يرتبط بسيولة السوق أكثر من ارتباطه بحجمها.

وترتبط سيولة سوق الأوراق المالية بأحجام التداول، هذه الأخيرة ترتبط بمجموعة من العوامل الأخرى أهمها أحجام العرض والطلب على الأوراق المالية، تكاليف معالجة الأوامر، والتكنولوجيا المستخدمة في البورصة.

2-3- 3-9- صعوبات الخوصصة عن طريق السوق المالية في البلدان النامية:

رغم المزايا التي تتيحها الخوصصة عن طريق الطرح العام للأسهم في السوق المالية و خاصة ما تؤدي إليه من توسع المساهمة الشعبية في ملكية الشركات العامة المطروحة للبيع. تؤدي هذه الطريقة أيضا إلى تسهيل عمليات الخوصصة الصعبة سياسيا من خلال مواجهتها للمعارضة الشديدة. كما أنها تساعد على تطور الأسواق المالية نفسها في الدول المتحولة نحو اقتصاد السوق من خلال تعبئة و توجيه المدخرات الخاصة نحو الاستثمار. إلا أن هذه الطريقة تعترضها عدة مشاكل في الدول النامية و أهمها:

[1] Berag (Mohamed) et Rahmouni (Samir)," La privatisation des entreprises publiques par le biais de la bourse – cas de l'Algérie –", colloque internationale sur les économies de la privatisation et le nouveau rôle de l'Etat, université de Sétif, 03-07/10/2004.

- إن نجاح عملية بيع الأسهم في الأسواق المالية يتوقف على حجم السوق، فإذا كان حجم السوق صغيرا فإنه سيؤثر على سعر السهم. وفي هذه الحالة يمكن طرح أسهم الشركة على مراحل حتى يتمكن السوق من استيعابها، وهذا ما تقوم به كثير من الدول النامية التي لا تتمتع بأسواق مالية ذات كثافة رأسمالية عالية، ومن بينها بعض الدول العربية مثل مصر، إذ يؤكد البعض أن تباطؤ برنامج الخوصصة في هذا البلد خلال المراحل الأولى لم يكن سببه المقاومة التي تلقاها على كافة المستويات، بل أن السبب الرئيسي يرجع إلى عدم قدرة السوق على استيعاب الشركات المطروحة للخوصصة.
- معظم الشركات في الدول النامية صغيرة الحجم ولا يلائمها أسلوب الخوصصة عن طريق السوق المالية، بالإضافة إلى العراقيل الإدارية وارتفاع تكاليف دخول المؤسسات إلى البورصة وارتفاع تكاليف إعادة الهيكلة. هذا إضافة إلى المشاكل التالية:[1]
- تعقد و صعوبة المراحل التحضيرية للعرض العام للبيع و التكاليف المالية المرتفعة المرافقة لذلك.
- ضعف الخبرة المحلية في مجالات المحاسبة المالية و قانون الأعمال.
- صعوبات الاستعمال الفعال لطرق التقييم التقليدية للأصول. في حين يتطلب العرض العام للبيع تحكما كبيرا في سعر الإدخال و الخبرة في إنجاز التقييمات.
- غياب ثقافة السوق لدى الشعب، ومن هنا يأتي خطر فشل البيع و بالتالي فشل التسعيرة.
- عدم جاهزية المؤسسات المرشحة للخوصصة و عدم قدرتها على التجاوب مع المتطلبات الإعلامية لسلطات البورصة، المحللين الماليين و المساهمين، وتسيير الأسهم المطروحة في البورصة.

و يعد ضعف الأسواق المالية من أبرز العوامل المساعدة في تعثر عمليات الخوصصة في الأقطار العربية. فسواء بالنسبة للبورصات التي أنشئت في عشرينيات القرن الماضي أو بالنسبة للبورصات التي أنشئت حديثا، ما يزال مستواها بعيدا عن المؤشرات الدولية، سواء بالنسبة للرسملة أو بالنسبة لحجم المبادلات.[2] ونظرا لهذه الصعوبات، فإن استعمال طريقة الخوصصة من خلال السوق المالية و بالأخص من خلال العرض العام للبيع جعل اللجوء إلى هذه الإجراءات لا يخص إلا الشركات الكبيرة ومن أجل حصة صغيرة فقط من رأسمالها (لا يتجاوز غالبا 20 % إلى 30 %).[3] وهو ما جعل هذه الدول تفضل غالبا اللجوء إلى إجراءات أخرى للتنازل عن أسهم المؤسسات غير تلك التي تتم عن طريق السوق المالية. أما في فرنسا و بريطانيا فإن هذه الطريقة تخص غالبا كل رأسمال الشركة فقد تمت عملية الخوصصة في

[1] Sadi (Nacer- Eddine): La privatisation des entreprises publiques en Algérie, op.cit., p168.

[2] حسين رحيم : "أساليب وآليات بيع القطاع العام (الشروط والضوابط مع إشارة إلى التشريع الجزائري)"، مرجع سبق ذكره، ص08.

[3] Sadi (Nacer- Eddine): La privatisation des entreprises publiques en Algérie, op.cit., p168.

فرنسا باستعمال الطرح العام للأسهم بنسبة 70 % ، (10 % من الأسهم خصصت لعمال الشركات و 20 % بيعت لمؤسسات و مستثمرين أجانب)، أي 70 % من أسهم الشركات طرحت للجمهور و بيعت بهذه الطريقة من طرق الخوصصة.[1]

غير أن ضعف الأسواق المالية العربية وأسواق الدول النامية لا يعني استبعاد آلية هذه الأسواق في الخوصصة، خاصة وأنها بدأت تعرف بعض الانتعاش في السنوات الأخيرة. فقد ساهمت هذه الأسواق فعلا في تنفيذ برامج الخوصصة في دول كمصر والمغرب وتونس، وينتظر منها دور أكبر في هذا المجال في هذه الدول والدول النامية الأخرى.

في ختام الفصل الثاني يمكن القول أن الأسواق المالية بصفة عامة وبورصات الأوراق المالية بصفة خاصة هي جزء من النظام الاقتصادي الرأسمالي، وهي مكان التقاء العرض والطلب على رؤوس الأموال فتساهم بذلك في تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين على الاستثمار. تتكون سوق الأوراق المالية من سوق أولية وسوق ثانوية، حيث يتم في السوق الأولية إصدار الأوراق المالية لحساب مؤسسات الأعمال الخاصة التي تبحث عن التمويل، ومؤسسات القطاع العام بهدف فتح رأسمالها أمام مساهمة القطاع الخاص كليا أو جزئيا، وفي هذا الصدد تلعب بنوك الاستثمار دورا رياديا في كونها وسيطا بين هذه المؤسسات والمستثمرين خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية. أما في السوق الثانوية فيتم تداول الإصدارات التي تمت في السوق الأولية، فهي توفر فرصا للاستثمار وأيضا لاسترجاع السيولة. ومن خلال بورصة الأوراق المالية يمكن إجراء عمليات خوصصة المؤسسات العمومية، وقد طبقت هذه الطريقة بشكل واسع في فرنسا وبريطانيا، كما تشكل إحدى طرق الخوصصة في الدول النامية التي تفتقر إلى بنوك استثمار متطورة.

وتضمن عمليات الخوصصة عن طريق السوق المالية مزيدا من الشفافية ومراقبة عمليات التبادل، كما تتيح لصغار المدخرين فرصة المساهمة في ملكية جزء من أسهم مؤسسات القطاع العام، ويمكن أن تكون وسيلة لتجنب المعارضة الشديدة من طرف النقابات العمالية والأحزاب السياسية. ورغم أن عمليات الخوصصة تؤثر بشكل كبير على عمق واتساع الأسواق المالية كما اثبت ذلك العديد من التجارب في الدول المتقدمة والدول النامية عل حد سواء، إلا أنها تتطلب حدا أدنى من الشروط يجب توفرها في هذه الأسواق مما يطرح تحديا حقيقيا أمام الدول النامية التي ترغب في تنفيذ برامج الخوصصة وتطوير أسواقها المالية.

[1] محفوظ جبار : تنظيم و إدارة البورصة، مرجع سبق ذكره، ص 111- 112.

الفصل الثالث: الخوصصة والسوق المالية في بعض الدول المغاربية

عرفت السوق المالية نشأتها في كل من المغرب وتونس منذ سنوات عديدة تعود إلى ما قبل حصولهما على الاستقلال، لكن دورها في تمويل الاقتصاد ظل محدودا جدا. وفي منتصف الثمانينات وقع البلدان في أزمة المديونية مع تراجع أسعار المواد الأولية في الأسواق الدولية، مما دفع بهما إلى اللجوء إلى برامج التعديل الهيكلي المدعومة من طرف صندوق النقد الدولي والبنك العالمي، وإصلاح السوق المالية حتى تتماشى مع الأوضاع الاقتصادية الجديدة من خلال توفير التمويل اللازم للمؤسسات العامة والخاصة، وتنفيذ سياسة الخوصصة التي تعد أحد أهم أركان هذه البرامج.

وقد كانت الجزائر من الدول التي مستها أزمة المديونية، إلا أنها لم تلجأ إلى برنامج التعديل الهيكلي إلا منذ سنة 1994 بفعل الظروف السياسية والاجتماعية الصعبة التي مرت بها منذ نهاية الثمانينات. كما أن السوق المالية فيها والتي كانت نتاج هذا البرنامج تعتبر حديثة النشأة نسبيا، وكان هدف الحكومة من خلالها العمل على التوجه من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد السوق المالية والمساهمة في إنجاح عمليات الخوصصة. فما مدى مساهمة السوق المالية في تنفيذ عمليات الخوصصة في الدول المغاربية؟ وما هو تأثير هذه العمليات على الأسواق المالية نفسها في هذه الدول؟

للإجابة على هذه التساؤلات تم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

- المبحث الأول: التجربة المغربية في الخوصصة عن طريق السوق المالية.
- المبحث الثاني: التجربة التونسية في الخوصصة والسوق المالية.
- المبحث الثالث: الخوصصة والسوق المالية في الجزائر.

3-1- التجربة المغربية في الخوصصة عن طريق السوق المالية

لجأ المغرب إلى سياسة الخوصصة منذ سنة 1989، وكانت الخوصصة عن طريق البورصة إحدى التقنيات المستعملة، وتعتبر بورصة الدار البيضاء من أقدم البورصات العربية، حيث يعود تأسيسها إلى سنة 1929.

3-1-1- خوصصة المؤسسات العمومية في المغرب:

على غرار أغلب البلدان النامية، كانت الخوصصة في المغرب بتأثير من البنك العالمي وصندوق النقد الدولي، فهي أحد أركان برنامج الإصلاح الاقتصادي كما تراه هذه المؤسسات والمتمثل في التعديل الهيكلي، وقد كان المغرب أول بلد مغاربي يلجأ إلى تطبيق هذا البرنامج سنة 1983.

3-1-1-1- القطاع العام قبل مرحلة الإصلاحات:

استمر تطور القطاع العام في المغرب منذ الاستقلال إلى بداية سنوات الثمانينات، ويمكن التمييز بين المراحل التالية:

– المرحلة الأولى:استمرت من تاريخ الحصول على الاستقلال سنة 1956 إلى بداية سنوات السبعينات، وتميزت بعدة تأميمات أهمها تأميم المركز الشريفي للفوسفات(OCP). كما تميزت بإنشاء عدة مؤسسات عمومية رغم الخيار الليبرالي المعلن من طرف المغرب، وقد بدأت الدولة بالقطاع المالي من خلال إنشاء عدة بنوك أهمها بنك المغرب. أما في الصناعة فقد أنشئت عدة مؤسسات كان بعضها بالشراكة مع مؤسسات أجنبية.

– المرحلة الثانية: امتدت من بداية سنوات السبعينات إلى بداية سنوات الثمانينات. تميزت هذه الفترة بتدخل كبير للدولة في النشاط الاقتصادي، وشجعها على ذلك الارتفاع الكبير لأسعار الفوسفات خاصة بين 1974 و 1975 وسهولة الحصول على القروض الدولية بفعل ارتفاع السيولة في الأسواق المالية. فخلال مرحلة السبعينات وصل معدل متوسط النمو إلى 7% وهذا نتيجة للارتفاع الكبير الذي عرفته أسعار الفوسفات التي تشكل المادة الرئيسية في الصادرات المغربية.[1]

وقد تجلى هذا التدخل من خلال وضع برنامج كبير للاستثمارات العمومية، وأدى هذا إلى تدخل أكبر للدولة في مجال إنشاء وتسيير المؤسسات. وفي سنة 1973 ظهر قانون "المغربة"[2] الذي اشترط أن تكون مساهمة رأس المال المغربي في كل مؤسسة 51%، سواء كانت عمومية أو خاصة. كما ارتفع عدد المؤسسات العمومية خلال هذه الفترة ارتفاعا كبيرا خاصة من خلال تزايد عدد الفروع، والتي انتقل عددها من 80 فرعا سنة 1960 إلى 158 فرعا سنة 1969، ثم إلى 688 فرعا سنة 1985.[3]

3-1-1-2- برنامج التعديل الهيكلي في المغرب:

بالإضافة إلى ارتفاع مداخيل الفوسفات خلال فترة السبعينات، اعتمد المغرب في تمويل برنامج الاستثمارات العمومية خلال هذه الفترة على القروض الدولية أيضا، والتي تميزت بسهولة الحصول عليها نظرا لارتفاع إمكانية تسديد الفوائد، مما أدى إلى التزايد في المديونية الخارجية.

---

[1] محمد الشريف منصور: "التكامل الصناعي المغاربي كآلية للاندماج في الاقتصاد العالمي"، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الاقتصاد الجزائري في الألفية الثالثة، جامعة البليدة، يومي 21 و 22 ماي 2002.

[2] يعني ذلك منح الصفة المغربية.

[3] Abdeladim (Leila): Les privatisations d’entreprises publiques dans les pays du Maghreb, op.cit, p15.

أما بداية سنوات الثمانينات فقد تميزت بالتدهور المستمر للاقتصاد المغربي وزيادة الإختلالات الداخلية والخارجية وذلك بسبب:

- الإختلالات الهيكلية للاقتصاد المغربي وأهمها: تبعية الإنتاج للتغيرات المناخية، تراجع الصادرات بفعل تدهور أسعار المواد الأولية وخاصة أسعار الفوسفات.
- الظرف الدولي الذي تميز خلال هذه الفترة بتراجع أسعار البترول، ارتفاع قيمة الدولار بشكل كبير، وارتفاع معدلات الفائدة.

وقد أدت هذه الأوضاع إلى تفاقم المديونية الخارجية للمغرب، والتي انتقلت من 900 مليون دولار سنة 1972 إلى 11.2 مليار دولار سنة 1981، واستمرت في الارتفاع بشكل كبير خلال سنوات الثمانينات كما يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم (2): تطور المديونية الخارجية للمغرب خلال الثمانينات

الوحدة: مليار دولار

السنة	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
المديونية	11.2	11.5	12.4	13.8	15	16.7	19	20

Source : Abdeladim (Leila), Les privatisations d'entreprises publiques dans les pays du Maghreb, op.cit., p15.

ففي بداية سنوات الثمانينات، أصبح المغرب عاجزا عن الوفاء بالتزاماته اتجاه المؤسسات الدولية وعلى رأسها صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، فلجأ إلى طلب إعادة جدولة ديونه مقابل تنفيذ برنامج للتعديل الهيكلي.

وقد قام المغرب في بداية الثمانينات بإصلاحات ظرفية قصيرة الأجل من خلال برنامجين أحدهما عام والآخر خاص بقطاعات معينة، حيث تم الشروع في تنفيذ البرنامج العام سنة 1983 من خلال الاتفاقيات المختلفة مع صندوق النقد الدولي وهي:

- اتفاقية ستاندباي (Stand-by) حصل بموجبها على قرض بـــ 30 مليون دولار سنة 1983.
- اتفاقية ستاندباي بـــ200 مليون دولار سنة 1985.
- اتفاقية ستاندباي بـــ210 مليون دولار سنة 1987.

أما فيما يخص البرامج القطاعية فتم تحضيرها مع البنك الدولي، حصل بموجبها المغرب على قروض قطاعية في مجال الزراعة، الصناعة، المبادلات الخارجية والمؤسسات العمومية. أهم هذه الاتفاقيات "اتفاقية السياسة الصناعية والتجارية" (ITPA) [1] التي يندرج ضمنها إصلاح المؤسسات العمومية.

كانت هذه الإصلاحات تهدف إلى إعادة التوازن لميزان المدفوعات وتمت من خلال الإجراءات التالية:

- زيادة إيرادات الدولة وتخفيض العجز في الميزانية الناتج عن المؤسسات العمومية، وهذا من خلال فرض الرسم على القيمة المضافة (TVA) سنة 1986، والضريبة على أرباح الشركات سنة 1988.[2]
- تشجيع الصادرات من خلال مختلف الإجراءات القانونية والتشريعية، وتخفيض قيمة العملة. حيث تم تخفيض قيمة الدرهم المغربي بـــ40% بين 1980 و 1989.
- تحرير معدلات الفائدة والأسعار، حيث قامت السلطات العمومية بتحرير أسعار العديد من السلع والخدمات، والذي ترافق مع رفع الرقابة على الأسعار[3] ، حيث أصبحت لا تخص سوى عددا محدودا من السلع والخدمات.
- تحرير التجارة الخارجية مما سمح للمغرب بالانضمام إلى الاتفاقيات العامة للتجارة والتعريفة الجمركية(GATT) سنة 1987.

وانطلاقا من سنة 1988 شرع المغرب في تطبيق إصلاحات اقتصادية طويلة الأجل تهدف إلى إعادة تنظيم وهيكلة الاقتصاد المغربي في العموم، خاصة من خلال إعادة هيكلة القطاع الصناعي. هذه الإصلاحات تتم من جهة من خلال إجراءات تهدف إلى تحسين مردودية وتنافسية بعض المؤسسات العمومية، وتخلي الدولة عن بعض الأنشطة الاقتصادية تدريجيا من جهة أخرى. وهكذا ظهر جليا أن برنامج الخوصصة وإعادة تحديد دور الدولة في الاقتصاد المغربي شكل جزءا لا يتجزأ من الالتزامات التي تعهد بها المغرب اتجاه البنك الدولي وصندوق النقد الدولي.

3-1-1-3- تطور برنامج الخوصصة:

وجد إصلاح القطاع العام في المغرب أسسه في العوامل الداخلية والخارجية السابقة، ومن خلال برنامج الإصلاح القطاعي الذي تم بالتنسيق مع البنك العالمي حصل المغرب على قرض بهدف عقلنة المؤسسات العمومية (1985-1986) والذي سبق الخوصصة، وذلك من خلال إعادة هيكلة المؤسسات العمومية (التطهير المالي وتحسين

---

[1] Industrial and Trade Policy Agrement.
[2] Ministère de l'économie et des finances au Maroc: Bilan du programme d'ajustement structurel, octobre 1995, p01.
[3] Idem, p02.

الأداء). أما في سنة 1989 فظهر القانون رقم 39-89 الذي صوت عليه البرلمان في تلك السنة ويسمح بتحويل ملكية المؤسسات العمومية إلى القطاع الخاص، مكملا بذلك إجراءات التحرير التي شرع المغرب في تطبيقها منذ الثمانينات.

أ- أهداف الخوصصة:

لقد حدد القانون رقم 39-89 المتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية أهداف الخوصصة، مجالاتها والهيئات المتدخلة فيها. أهم هذه الأهداف تتركز حول:

- عصرنة الاقتصاد المغربي وترقيته.
- تخفيض العبء على ميزانية الدولة الناتج عن دعم المؤسسات العمومية.
- السماح بأكبر قدر ممكن من الانفتاح على الاقتصاد العالمي والمساهمة بشكل أوسع في المبادلات الدولية.
- تشجيع إيجاد مناصب جديدة للشغل.
- المساهمة في بروز موارد بشرية جديدة من خلال إعطاء الفرصة لرؤساء جدد للمؤسسات.

ب- مجالات الخوصصة:

تشمل الخوصصة بالإضافة إلى الفنادق، المؤسسات التي يتم اختيارها حسب المعايير التالية:

- أن تكون تنشط في قطاعات تنافسية لا يسيطر عليها القطاع العام.
- أن تكون ذات مردودية أو يحتمل أن تحققها.
- أن لا تشغل عددا ضخما من العمال، وأن تأخذ شكل "شركة خفية الاسم".

وعلى هذا الأساس تم وضع قائمة ب114 شركة في إطار القانون رقم 39-89، أضيفت إليها 10 شركات أخرى في مراحل مختلفة، وشملت هذه الشركات 37 مؤسسة فندقية، أما الشركات الأخرى فتنشط في القطاعات المختلفة التالية:

- الفلاحة والتغذية.
- البنوك، المالية، والتأمينات.
- النسيج والجلود.
- الصناعات الميكانيكية، التعدين، الكيمياء والصيدلة.
- توزيع البترول.
- النقل والمواصلات.
- السياحة.

وتمثل هذه الشركات 40% من مجمل مساهمات الدولة في المؤسسات العمومية. أما الأجل الأقصى لخوصصتها فحدد بـــ06 سنوات.[1]

ج- الهيئات المتدخلة في عملية الخوصصة:

حدد قانون الخوصصة بشكل واضح الهيئات المتدخلة في هذه العملية وهي: الوزارة المكلفة بالمؤسسات العمومية، لجنة التحويل، وهيأة التقييم. الجدول التالي يوضح مهام هذه الهيئات:

جدول رقم (3): الهيئات المكلفة بالخوصصة في المغرب

الهيئات	المهام
الوزارة المكلفة بمؤسسات الدولة(أو الخوصصة)[2]	– تنظيم عملية تقييم المؤسسات العمومية، تحديد الجدول الزمني للعمليات، وتحمل مسؤولية شفافية البرنامج. – تنظيم طلبات العروض، التفاوض حول المنح المباشر، وإجراء عملية إدراج الأوراق المالية في البورصة. – القيام عند الاقتضاء بالعمليات التي تسبق التحويل: الإعداد التشريعي، الهيكلة المالية، وضبط أعداد العمال.
لجنة التحويل	تبدي الرأي حول مسار التحويل حسب كل مؤسسة، إلا عند التنازل المباشر فتعطي الرأي الموافق.
هيأة التقييم	تحديد السعر الأدنى للعرض الخاص بكل عملية خوصصة بالاعتماد على تقارير المحاسبة والتقييم التي ترسلها الوزارة.

Source : Sadi (Nacer-Eddine), La privatisation des entreprises publiques en Algérie, op.cit, 2006, p.234

أما عن عملية التقييم فتتم من طرف المكاتب المتخصصة في المحاسبة وتقييم أصول الشركات وليس من طرف هيئة التقييم. هذه المكاتب ترسل تقريرا إلى الوزارة المكلفة بالخوصصة، والتي بدورها ترسله إلى هيئة التقييم التي تقوم بتحديد السعر الأدنى للعرض، ويتوقف خاصة على قيمة الأصول، الأرباح المحققة، قيمة الأسهم في البورصة وجود فروع للمؤسسة، بالإضافة إلى الآفاق المستقبلية لنشاطها.

[1] يعني ذلك أن الأجل الأقصى لخوصصة هذه المؤسسات هو ديسمبر 1995.

[2] أصبحت منذ سنة 2002 تسمى بـــ"وزارة المالية والخوصصة".

يتضح هنا أن المغرب فضل خيار عدم تعدد المتدخلين في عملية الخوصصة. حيث أن الوزارة المعنية هي فقط المكلفة بالإشراف على هذه العملية. من إيجابيات هذا الخيار أنه يجنب التداخل في المهام بين الهيئات المكلفة، كما يخفف من ثقل الإجراءات.

د- طرق الخوصصة:

حدد القانون ثلاث طرق للتنازل عن المؤسسات العمومية وهي: [1]

د-1- طلب العروض:

يستعمل هذا الأسلوب في التنازل بشكل عام لتحويل ملكية جزء أو كل المساهمات أو المؤسسة، وقبل الإعلان عن كل طلب عروض يتم إعداد دفتر أعباء يحدد شروط التنازل.

هذا الأسلوب هو الأكثر استعمالا لأنه يضمن الشفافية أكثر من الأساليب الأخرى.

د-2- التنازل المباشر:

يتم إقراره بمرسوم يقترحه الوزير المكلف بتنفيذ عمليات التحويل، وبعد رأي موافق من لجنة التحويلات . يستعمل هذا الأسلوب في الحالات التالية:

- بعد طلب عروض غير ناجح.
- لممارسة حق الشفعة بين المساهمين.
- لاعتبارات التنمية الجهوية أو الحفاظ على مناصب الشغل.

د-3- السوق المالية:

يتم هذا الأسلوب من أساليب التنازل من خلال ثلاث طرق:

- الدخول إلى بورصة الدار البيضاء أو إلى بورصة أجنبية.
- العرض العمومي للبيع بالسعر الثابت أو المفتوح.
- الجمع بين الطريقتين.

يسمح هذا الأسلوب بتنشيط السوق المالية وفتح المجال أمام المساهمة الشعبية.

هـ- النتائج العامة لخوصصة المؤسسات العمومية في المغرب:

رغم أن قانون الخوصصة صدر سنة 1989، إلا أن أول عملية تحويل للملكية لم تتم إلا سنة 1993. منذ هذا التاريخ وحتى شهر جوان لسنة 2007 مست عمليات الخوصصة 46 مؤسسة وبلغت مداخيلها 86896.7 مليون

[1] Ministère des finances et de la privatisation au Maroc: Privatisation (bilan et perspectives), décembre 2006, p06.

درهم، بالإضافة إلى 26 مؤسسة فندقية بلغت مداخيلها 747.2 مليون درهم. بهذا تكون عملية الخوصصة قد مست خلال هذه الفترة 72 مؤسسة عمومية من خلال 111 عملية، حيث بلغت مداخيلها 87643.9 مليون درهم. الجدول التالي يوضح توزيع مداخيل الخوصصة حسب الفترات:

جدول رقم (4): توزيع مداخيل الخوصصة في المغرب حسب السنوات

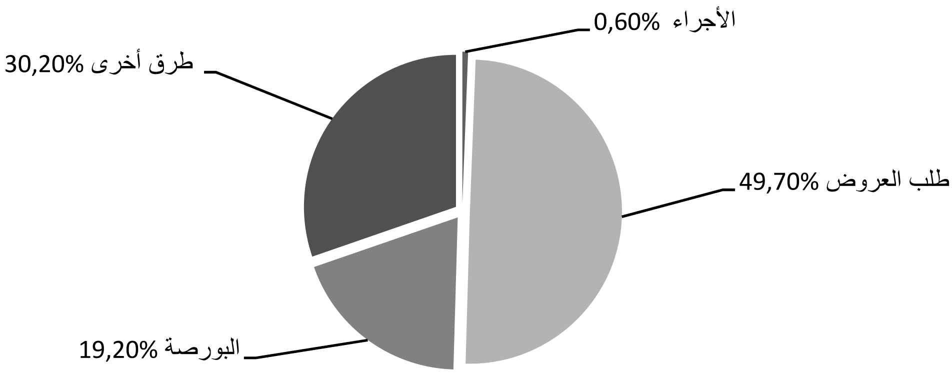
السنوات	عدد المؤسسات الجديدة المعنية	عدد العمليات	المداخيل(مليون درهم)	النسبة المئوية إلى إجمالي المداخيل
1993	10	14	2267.6	2.58
1994	15	23	3704.45	4.22
1995	13	17	1510.93	1.72
1996	07	08	2405.8	2.74
1997	06	12	5923.5	6.76
1998	04	09	531.4	0.6
1999	02	03	269.6	0.30
2000	-	01	0.7	0.00
2001	04	05	23387.82	26.68
2002	01	02	77.6	0.09
2003	03	04	14181.1	16.18
2004	-	01	8896.0	10.15
2005	04	06	13797.7	15.74
2006	01	03	4657.6	5.31
2007	02	03	6081.1	6.93
المجموع	72	111	87643.90	100

المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على الإحصائيات المفصلة لوزارة المالية والخوصصة في المغرب.

http://www.Finances.gov.ma, (13/12/2007).

أما عن توزيع مداخيل الخوصصة حسب الطرق المعتمدة فيوضحها الشكل التالي:

شكل رقم (1): توزيع مداخيل الخوصصة في المغرب حسب الطرق المعتمدة



Source: Ministère des finances et de la privatisation au Maroc, http://www.Finances.gov.ma, (13/12/2007).

يتضح من هذه النتائج أن المغرب مازال لم يحقق بعد النتائج المرجوة عند إعلان برنامج الخوصصة سنة 1989. إلا أن مداخيل الخوصصة عرفت ارتفاعا بين سنوات 2001 و 2007، ويمكن التمييز بين ثلاث مراحل:

- المرحلة الأولى: تمتد بين سنتي 1993 و 1997، وتميزت بارتفاع عدد العمليات المنجزة، وأهم هذه العمليات بيع 51% من رأسمال الشركة الوطنية للاستثمار(SNI) سنة 1994 بقيمة 1669 مليون درهم، بيع 26% من رأسمال البنك المغربي للتجارة (BMCE) الخارجية سنة 1995 بقيمة 1243.4 مليون درهم، وبيع 30% من أسهم الشركة المغربية لتكرير النفط (SAMIR) سنة 1996 بقيمة 1504.8 مليون درهم ثم 60% من أسهم نفس الشركة سنة 1997 بقيمة 3157.5 مليون درهم.
- المرحلة الثانية: امتدت من سنة 1998 إلى سنة 2000، وتميزت بقلة عدد العمليات المنجزة وضعف المداخيل المحصلة. أهم العمليات المنجزة خلال هذه الفترة بيع 5.77% من رأسمال الشركة المغربية لتكرير النفط (SAMIR) سنة 1998 بـــ296.1 مليون درهم، وبيع 51% من رأسمال الشركة المغربية للأسمدة (FERTIMA) سنة 1999 بـــ230 مليون درهم.
- المرحلة الثالثة: تمتد من سنة 2001 إل نهاية سنة 2007. تتميز هذه المرحلة بقلة عدد العمليات المنجزة إلا أن المداخيل مرتفعة(ماعدا سنة 2002)، حيث شملت الخوصصة شركات كبيرة الحجم. أهم العمليات التي جرت خلال هذه الفترة بيع 35% من رأسمال شركة اتصالات المغرب(IAM) سنة 2001 بقيمة 23345 مليون درهم، ثم بيع 16% من رأسمالها سنة 2005 بقيمة 12400 مليون درهم، ثم 4% سنة

2007 بقيمة 4571.3 مليون درهم. أما شركة التبغ (Régie Des Tabacs) فتم بيع 80% من رأسمالها سنة 2003 بقيمة 14080 مليون درهم، ثم 20% من رأسمالها سنة 2006 بقيمة 4020 مليون درهم.

وفيما يخص طرق الخوصصة فنلاحظ سيطرة أسلوب طلب العروض الذي يضمن مزيدا من الشفافية حسب السلطات الرسمية، متبوعا بطريقة الخوصصة عن طريق بورصة الدار البيضاء. أما مساهمة العمال فكانت ضعيفة و لم تتجاوز 0.6% من مجمل المداخيل المحصلة.

3-1-2- دور بورصة الدار البيضاء في خوصصة المؤسسات العمومية في المغرب

تعتبر بورصة الدار البيضاء من أقدم البورصات العربية، وقد عرفت عدة إصلاحات خاصة بعد شروع المغرب في تطبيق برنامج التعديل الهيكلي حتى تتماشى مع الظروف الاقتصادية الجديدة. حيث لجأ المغرب إلى الخوصصة عن طريق بورصة الدار البيضاء ضمن مجموعة من الأساليب الأخرى للخوصصة.

3-1-2-1- لمحة تاريخية عن بورصة الدار البيضاء:

يعود إنشاء بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929 باقتراح من أهم البنوك الموجودة في تلك الفترة، وعرفت على أنها مؤسسة غير رسمية تعمل تحت إشراف مكتب مقاصة القيم المنقولة.[1] يرجع تاريخ أول جلسة إلى 07 نوفمبر 1929، حيث كانت المبادلات تتم أسبوعيا، وقد عرفت منذ تلك الفترة عدة إصلاحات، فكان الإصلاح الأول سنة 1948 والذي منح لها الشخصية المعنوية، وغير اسم "مكتب المقاصة" ليصبح "مكتب تسعيرة القيم المنقولة". أما الإصلاح الثاني فكان سنة 1967 بسبب هروب رؤوس الأموال الأجنبية بعد حصول المغرب على الاستقلال مما عرض السوق لنوع من الركود. فصدر المرسوم الملكي القاضي بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالإضافة إلى إعادة تنظيمها تشريعيا وتقنيا، وعرفت على أنها مؤسسة عمومية تخضع لرقابة وزارة المالية.

وبعد الإصلاحات الاقتصادية التي عرفها المغرب منذ سنوات الثمانينات في إطار برنامج التعديل الهيكلي، مما أدى إلى ضرورة تكييف السوق المالية لتتماشى مع الأوضاع الاقتصادية الجديدة، فجاء إصلاح سنة 1993، وهي السنة التي شرع فيها المغرب في تنفيذ برنامج الخوصصة، ثم إصلاح سنة 1997، وقبل هذه الإصلاحات تميزت السوق المالية المغربية بضعف حجم الإصدارات والمعاملات، مما خلق اختلالا بين العرض والطلب.

أ- إصلاح البورصة سنة 1993:

تم الإصلاح خلال هذه السنة من خلال النصوص القانونية التالية:[2]

---

[1] منصر كريمة: السوق المالية، نشأتها وإجراءات تحسين سير عملها في الدول المغاربية-المغرب،تونس،والجزائر-، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2002، ص85.

[2] Bourse de Casablanca: Historique, http:// www.Casablanca-bourse.com, (05/12/2007).

- الظهير الذي يحمل القانون رقم 1-93-211 المتعلق ببورصة القيم.
- الظهير الذي يحمل القانون رقم 1-93-212 المتعلق بمجلس أخلاقيات المهنة للقيم المنقولة، والشروط الواجب توفرها في الشخصية المعنوية التي تلجأ إلى الادخار العام.
- الظهير الذي يحمل القانون رقم 1-93-213 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

أما عن أهداف هذا الإصلاح فهي:[1]

- وضع الوسائل التي تسمح بجعل سوق البورصة أكثر سيولة وأكثر شفافية.
- حماية المدخرين وتوفير المعلومات للمستثمرين والجمهور.
- تنشيط السوق المالية بجعلها تساهم بشكل أكبر في تمويل الاقتصاد.
- وضع منتوجات مالية جديدة.
- وضع نظام ضريبي يشجع على التوظيف في القيم المنقولة.

ب- إصلاح البورصة سنة 1997:

تم هذا الإصلاح من خلال القانون رقم 34-96 المعدل والمتمم للقانون رقم 1-93-211 المتعلق ببورصة الدار البيضاء، ثم تعديله من خلال القانون رقم 35-96. هذه القوانين جاءت بتأسيس "المؤتمن المركزي" بالإضافة إلى وضع نظام عام للتسجيل في الحساب الجاري الخاص بالقيم المنقولة المسجلة في تسعيرة البورصة، أوراق هيئات التوظيف الجماعي (OPCVM) وسندات الخزينة. حيث يسهر المؤتمن المركزي على الحفاظ على هذه الأوراق وتسهيل تداولها.

ج- التشجيع الضريبي:

بهدف تشجيع دخول شركات جديدة إلى البورصة، نص قانون المالية لسنة 2001 على تخفيض بـــ25% من الضريبة على أرباح الشركات(IS) لمدة خمس سنوات بعد دخولها إلى البورصة، وفي حالة الدخول المصحوب برفع في رأس المال ب20% على الأقل يكون التخفيض بـــ50%.[2] هذا القانون جاء في الأصل لمدة ثلاث سنوات، لكن أعيد إدراجه في قانون المالية لسنة 2004 لينتهي سريانه في 31 ديسمبر 2006.[3]

3-1-2-2- هياكل سوق البورصة في المغرب في ضوء الإصلاحات:

الأطراف الرئيسية المتدخلة في سوق البورصة في المغرب هي:

---

[1] Ministère de l'économie, des finances et de la privatisation au Maroc: Evolution récent du secteur financier, 2001,p16.

[2] لكن هذا القانون لا يخص الشركات المطروحة للخوصصة والمؤسسات المالية.

[3] Ministère des finances et de la privatisation au Maroc: Analyse des performances des marchés financiers des pays signataires de l'accord d'Agadir, octobre 2006, p06.

أ- بورصة الدار البيضاء:

وهي شركة خفية الاسم مكلفة بتنظيم وتسيير سوق البورصة، بحيث تكون تحت وصاية وزارة المالية والخوصصة، وحصص رأسمالها تحوز عليها بالتساوي شركات الوساطة في البورصة. تسيير ووظائف البورصة يحددها دفتر أعباء وهي تخص أساسا تنظيم عمليات الدخول إلى البورصة، تسيير جلسات التسعير، نشر الأسعار والمؤشرات، كما تسهر على تطوير سوق البورصة.

ب- شركات البورصة:[1]

يتم اعتمادها من طرف وزارة المالية والخوصصة. المهام الرئيسية لهذه الشركات بالإضافة إلى إبرام الصفقات على الأوراق المالية هي: الاحتفاظ بالأوراق المالية وحمايتها، تسيير المحافظ المالية بالوكالة، تقديم المشورة للزبائن وتنشيط سوق القيم المنقولة المسجلة في التسعيرة. كما تقوم شركات البورصة بالاستثمار في الأوراق المالية المصدرة من طرف الأشخاص المعنوية بالإضافة إلى مساعدتهم في إعداد وثائق المعلومات الموجهة للجمهور.

ج- مجلس أخلاقيات المهنة للقيم المنقولة(CDVM):[2]

هو مؤسسة عمومية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية. فهو سلطة السوق ومهامه هي:

- السهر على احترام الإجراءات القانونية والتشريعية التي تحكم السوق المالية.
- ضمان السير الحسن للسوق المالية من خلال احترام الشفافية، النزاهة، والأمان.
- ضمان إعلام المستثمرين من خلال التأكد بأن الأشخاص المعنوية التي تقوم بعرض عمومي للادخار تنشر كل المعلومات القانونية والتنظيمية السارية.

د- المؤتمن المركزي: (Maroclear)

تم إنشاؤه سنة 1997، وهو شركة خفية الاسم تقوم بفتح حسابات جارية للأوراق المالية لصالح المنظمين إليها وإدارتها. المهام الرئيسية لهذا المؤتمن هي:[3]

- ضمان تحويل القيم المنقولة المقبولة في عملياته من خلال التسجيل في الحسابات، تسهيل تداول الأوراق المالية، وإدارة هذه الأوراق.
- وضع الإجراءات العملية التي تسمح للمنظمين بممارسة الحقوق المرتبطة بالقيم المنقولة.
- الرقابة على القيام بالمحاسبة لماسكي الحسابات والتحقق من التوازنات المحاسبية.

---

[1] Bourse de Casablanca, http:// www.Casablanca-bourse.com, (05/12/2007).

[2] Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières.

[3] Bourse de Casablanca: Factbook, rapport annuel, 2005, p15.

- ضمان القوانين الخاصة بالقيم المنقولة المقبولة في حساباته.

3-1- 2-3- تنظيم سوق البورصة:

تم تنظيم بورصة الدار البيضاء كما يلي:

أ- بنية السوق:

تتضمن سوق البورصة:

- السوق المركزية والتي تحكمها الأوامر التي يجمعها الوسطاء والخاصة بطلبات بيع أو شراء الأوراق المالية.
- سوق الكتل وهي سوق التعامل بالتراضي، من خلالها يتم التفاوض على كتل من الأوراق المالية ذات الحجم الكبير وفي شروط الأسعار الناشئة في السوق المركزية.

وتخضع العمليات التي تتم في سوق الكتل للشروط التالية:

- عدد الأوراق المالية يساوي على الأقل الحجم الأدنى للكتل (TBM) الذي تحدده البورصة بالنسبة لكل ورقة مالية حسب الحجم التاريخي للمعاملات.
- تنفيذ المعاملات يكون بسعر ضمن السلة المتوسطة للأسعار الناتجة عن السوق المركزية بالنسبة للقيم المسعرة بنظام التسعيرة المستمرة، أو يتحدد بناء عللا السعر الأخير للافتتاح بالنسبة للقيم المسعرة بنظام فيكسينغ(Fixing).

ب- أسواق التسعيرة:

توجد أربع أسواق للتسعيرة في البورصة وهي:

- ثلاث أسواق للأسهم.
- سوق للسندات.

الجدول التالي يوضح مختلف أسواق الأسهم:

جدول رقم (5): مختلف أسواق الأسهم في بورصة الدار البيضاء

	السوق الرئيسة	سوق التطور	سوق النمو
حجم المؤسسات	الشركات الكبيرة	الشركات متوسطة الحجم	شركات في نمو متزايد
المبلغ الأدنى الواجب إصداره	75 مليون درهم	25 مليون درهم	10 مليون درهم
الحد الأدنى للأوراق المالية الواجب إصدارها	250000 سهم	100000 سهم	30000 سهم
الحد الأدنى للأموال الخاصة	50 مليون درهم	–	–
الحد الأدنى لرقم الأعمال	–	50 مليون درهم	–
حسابات الأنشطة السنوية الواجب تقديمها	03	02	01

Source : bourse de Casablanca, http:// www.Casablanca-bourse.com, (05/12/2007).

3-1-2-4- الشركات التي تمت خوصصتها عن طريق البورصة:

تم التنازل عن الأوراق المالية للشركات العمومية في المغرب عن طريق البورصة وفق الطرق التقليدية وهي:

- العرض العام للبيع بالسعر الثابت.
- العرض العام للبيع بالسعر الأدنى.

ونظرا لأن أسلوب العرض العام للبيع بالسعر الثابت يعتبر أصعب، خاصة في بداية البرنامج لما يتطلبه من تقييم دقيق للشركات وعرض أسهمها بسعر محدد مسبقا، وهو ما لا يتوفر في المغرب والدول النامية عموما. حيث تعاني من الضعف في مجالات المحاسبة والتقييم المتعلقة بالشركات، ولهذا لجأ المغرب عند الشروع في تنفيذ برنامج الخوصصة سنة 1993 إلى أسلوب العرض العام للبيع بالسعر الأدنى وترك السوق يحدد السعر النهائي. بهذه الطريقة تم طرح أسهم شركات ذات أهمية كبيرة في الاقتصاد المغربي للبيع في بورصة الدار البيضاء وهي: الشركة الوطنية للنقل (CTM-LN) سنة 1993، شركة إسمنت المغرب الشرقي (CIOR) في نفس السنة، شركة تمويل الشراء بالسلف (SOFAC-Crédit) سنة 1994، الشركة الوطنية للاستثمار(SNI) في نفس السنة، البنك المغربي للتجارة الخارجية (BMCE) سنة 1995، وشركة قرض التجهيز المنزلي (Crédit-EQDOM) في نفس السنة. في جميع الحالات تم تحديد سعر أدنى للبيع من طرف لجنة التقييم، و لم تتم أية عملية بأقل من هذا السعر.

بعد النجاح الكبير الذي عرفته هذه العمليات، لجأ المغرب إلى أسلوب العرض العام للبيع بالسعر الثابت لأول مرة سنة 1996، وذلك عند طرح 30% من أسهم الشركة المغربية للبترول والتكرير (SAMIR) والتي حققت نجاحا كبيرا. بهذه المناسبة قامت وزارة الخوصصة بوضع نظام للتنازل عن السندات (سندات الدولة مقابل أسهم)، من

خلال منح حاملي السندات إمكانية مبادلتها بأسهم الشركات المطروحة للخوصصة.[1] وقد كان الهدف الرئيسي لهذا لهذا النظام هو تحسين العرض أمام الطلب المرتفع على أسهم الشركات المطروحة للخوصصة. الجدول التالي يوضح عمليات الخوصصة التي تمت عن طريق البورصة منذ بداية تنفيذ برنامج الخوصصة سنة 1993:

[1] Abdeladim (Leila): Les privatisations d'entreprises publiques dans les pays du Maghreb, op.cit., p187.

جدول رقم (6): عمليات الخوصصة التي تمت عن طريق بورصة الدار البيضاء بين 1993 ونهاية 2007

الوحدة: مليون درهم

التاريخ	اسم الشركة	مجال النشاط	حصة البيع	ثمن البيع
93/06	الشركة الوطنية للنقل- خطوط وطنية CTM-LN	نقل المسافرين والإرساليات	%40	94.3
93/12	شركة إسمنت المغرب الشرقي CIOR	صناعة الإسمنت	%34	329.2
94/04	شركة تمويل الشراء بالسلف SOFAC-Crédit	قروض الاستهلاك	%18.37	40
94/09	CTM-LN	نقل المسافرين والإرساليات	%18.46	48.7
94/10	الشركة الوطنية للاستثمار SNI	إنعاش الاستثمار	%15.63	361.1
94/12	البنك المغربي للتجارة الخارجية BMCE	بنك تجاري	%14.01	455.3
95/04	شركة قرض التجهيز المنزلي Crédit-EQDOM	قروض الاستهلاك	%18	72
96/03	الشركة المغربية لتكرير النفط SAMIR	تكرير النفط	%30	1504.8
96/06	الشركة الوطنية لصناعة الصلب SONASID	صناعة الصلب	%35	420.4
96/10	الشركة المغربية للأسمدة FERTIMA	صناعة الأسمدة	%30	120.1
97/06	الشركة المعدنية لايمطر SMI	استخراج الفضة	%20	130.3
04/12[1]	اتصالات المغرب IAM	الاتصالات	%14.90	8896
06/07	اتصالات المغرب IAM	الاتصالات	%0.10	98.6
07/06	اتصالات المغرب IAM	الاتصالات	%0.4	4571.3
المجموع				17142.1

المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على الإحصائيات المفصلة لوزارة المالية والخوصصة في المغرب على الموقع:

http://www.Finances.gov.ma, (07/12/2007).

[1] تم بيع جزء من الأسهم الخاصة بهذه العملية في بورصة Euronext Paris

أما الجدول التالي فيوضح نسبة مداخيل الخوصصة عن طريق البورصة إلى إجمالي مداخيل الخوصصة خلال كل سنة:

جدول رقم (7): نسبة مداخيل الخوصصة عن طريق البورصة إلى إجمالي مداخيل الخوصصة في المغرب بين 1993 و 2007.

الوحدة: مليون درهم

السنة	مداخيل الخوصصة عن طريق البورصة	إجمالي مداخيل الخوصصة	نسبة مداخيل الخوصصة عن طريق البورصة إلى إجمالي مداخيل الخوصصة (%)
1993	423.5	2267.6	18.7
1994	905.1	3704.45	24.4
1995	72	1510.93	4.8
1996	2045.3	2405.8	85.0
1997	130.3	5923.5	2.2
1998	0	531.4	0
1999	0	269.6	0
2000	0	0.7	0
2001	0	23387.82	0
2002	0	77.6	0
2003	0	14181.1	0
2004	8896	8896	100
2005	0	13797.7	0.0
2006	98.6	4657.6	2.1
2007	4571.3	6081.1	75.2
المجموع	17142.1	87692.9	19.54

المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على الإحصائيات المفصلة لوزارة المالية والخوصصة في المغرب على الموقع:
http://www.Finances.gov.ma, (10/12/2007).

يتضح من خلال هذه النتائج أن الخوصصة عن طريق البورصة في المغرب مرت بثلاث مراحل أساسية هي:

- المرحلة الأولى: تمتد من سنة 1993 إلى سنة 1997، بلغت فيها مداخيل الخوصصة عن طريق البورصة 3576.2 مليون درهم، وهو ما يمثل 22.6% من مجموع مداخيل الخوصصة خلال هذه الفترة. هذه النسبة يمكن إرجاعها إلى العمليات الأولى للخوصصة عن طريق البورصة والتي عرفت نجاحا كبيرا.
- المرحلة الثانية: تمتد بين 1998 و2003 ونجد فيها نسبة الخوصصة عن طريق البورصة منعدمة. خلال هذه الفترة تراجع برنامج الخوصصة بشكل عام، حيث تمت عمليتان فقط من خلال بيع 35% من أسهم

اتصالات المغرب بـــ23345 مليون درهم سنة 2001 وبيع 80% من أسهم شركة التبغ (Régie Des Tabacs) بـــ14080 مليون درهم سنة 2003.[1]

- المرحلة الثالثة: تمتد بين 2004 و2007، بلغت فيها مداخيل الخوصصة عن طريق البورصة 13565.9 مليون درهم، أي ما يمثل 40.6% من مجمل مداخيل الخوصصة. هذا الارتفاع يعود إلى كون عمليات الخوصصة عن طريق البورصة تمت على شركة واحدة كبيرة الحجم هي اتصالات المغرب (IAM).

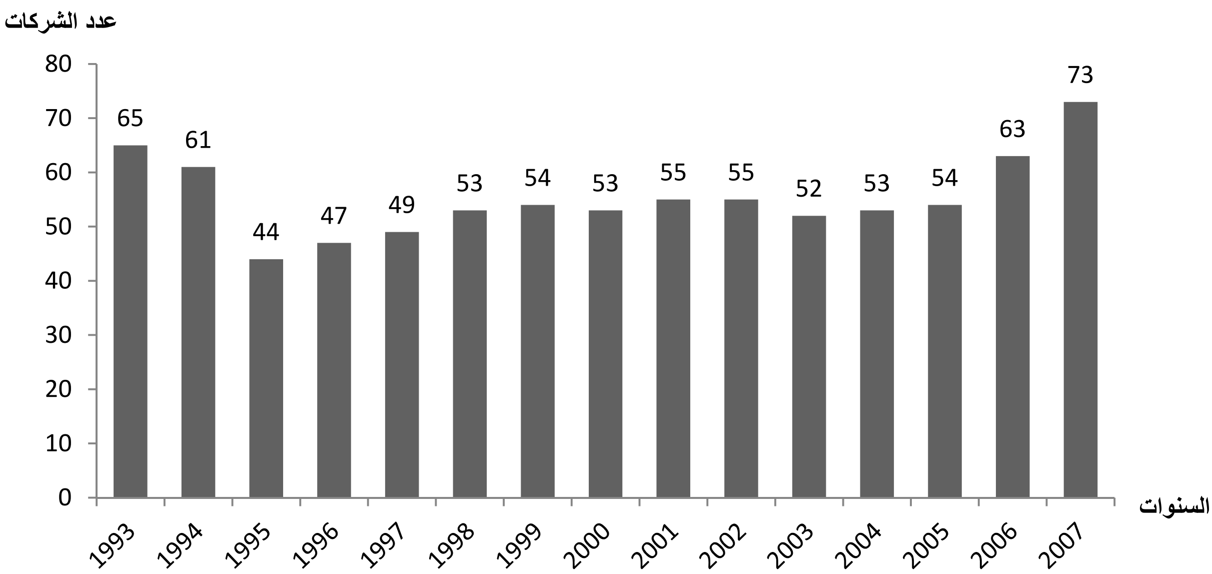
3-1-2-5- تأثير عمليات الخوصصة على بورصة الدار البيضاء:

يمكن دراسة ذلك من خلال إبراز تطور أهم مؤشرات السوق المالية خلال هذه الفترة وهي:

أ- عدد الشركات المدرجة:

من أهم عوامل تنشيط سوق البورصة عدد الشركات المسجلة فيها، مما يخلق تنوعا في الأوراق المالية المتداولة وينشط حركية السوق المالية. الشكل التالي يوضح تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء منذ بداية تنفيذ برنامج الخوصصة سنة 1993:

شكل رقم (2): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاءبين 1993 و 2007



المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على:

- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، عدد 52.
- Bourse de Casablanca, résumés annuels 2005 et 2006.

[1] كان ذلك للشركة الفرنسية Vivendi والمجموعة الفرنسية-الاسبانية Altadis على التوالي.

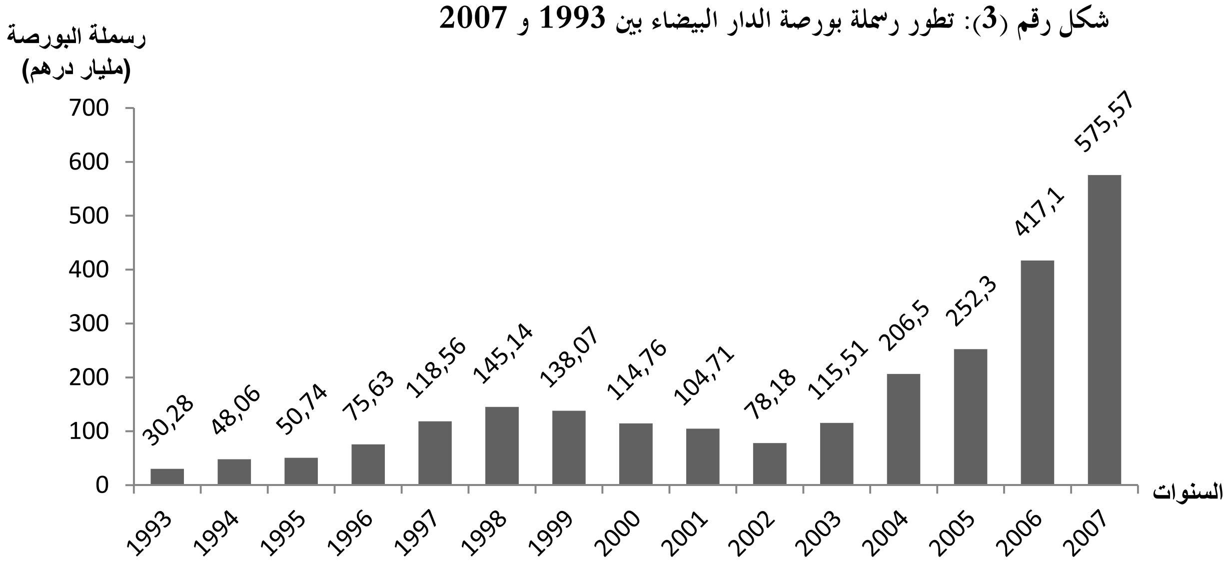
من خلال الشكل السابق نميز بين المراحل التالية:

- بين 1993 و 1994 انخفض عدد الشركات المسجلة في البورصة بشكل كبير بسبب شطب 30 شركة لم تتمكن من التكيف مع الإصلاحات التي جرت في سنة 1993. لكن خلال هذه الفترة تم تسجيل دخول 09 شركات جديدة، 05 منها عن طريق الخوصصة.
- بين 1995 و 2004 تم تسجيل دخول 25 شركة جديدة منها 06 عن طريق الخوصصة مقابل شطب 15 شركة. خلال هاتين المرحلتين نلاحظ أن عدد الشركات التي دخلت إلى البورصة متواضع نسبيا، لكن ساهمت الخوصصة فيه بنسبة 30%.
- بين 2005 و 2007 عرف عدد الشركات المدرجة في البورصة ارتفاعا قياسيا يقدر بـــ20 شركة، مقابل شطب شركة واحدة، ويعود ذلك إلى التحفيزات الضريبية[1]. لكن لم يسجل دخول أي شركة جديدة عن طريق الخوصصة.

ب- رسملة البورصة:

الشكل التالي يوضح تطور رسملة بورصة الدار البيضاء منذ انطلاق برنامج الخوصصة:

شكل رقم (3): تطور رسملة بورصة الدار البيضاء بين 1993 و 2007



المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على:

- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، عدد 52.
- Bourse de Casablanca, résumés annuels 2003 et 2006.

[1] أنظر الصفحة 92 من هذه المذكرة.

يتضح من الشكل السابق وجود علاقة طردية بين تطور برنامج الخوصصة ونمو حجم رسملة البورصة، ويمكن التمييز بين ثلاث مراحل:

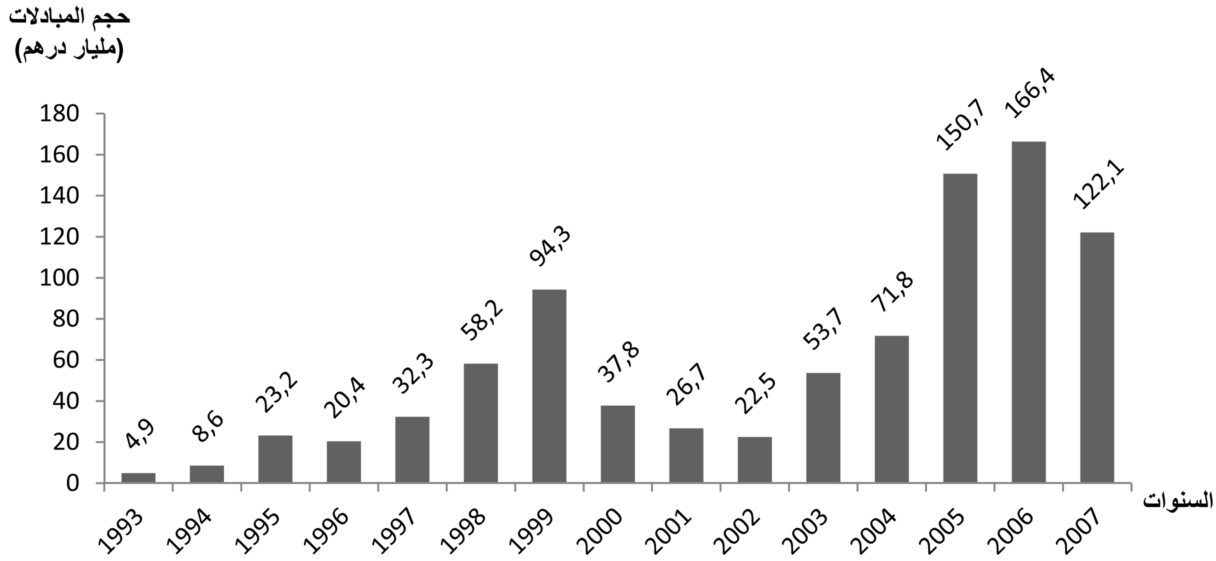
- بين 1993 و 1998 عرفت رسملة بورصة الدار البيضاء نموا واضحا بفضل خوصصة 10 شركات من خلال البورصة، وقد انتقلت نسبة رسملة الشركات التي تمت خوصصتها إلى إجمالي رسملة البورصة من 2% سنة 1993 إلى 28% في نهاية 1997.
- بين 1999 و 2002 عرف حجم رسملة البورصة تراجعا بفعل عدم إجراء أية عملية للخوصصة عن طريق البورصة، بالإضافة إلى تراجع أداء الشركات المدرجة في تسعيرة البورصة خلال هذه الفترة.
- منذ سنة 2003 عرف حجم رسملة البورصة نمورا كبيرا، ورغم أن عدد الشركات المدرجة خلال هذه الفترة بلغ رقما قياسيا، إلا أن الارتفاع الكبير لرسملة البورصة يرجع بشكل أساسي إلى خوصصة شركة اتصالات المغرب (IAM) وهي شركة كبيرة الحجم، وذلك من خلال ثلاث عمليات.[1] وخلال سنة 2005 فقط ساهمت هذه الشركة لوحدها في رفع رسملة البورصة بـــ35%.

ج- حجم المبادلات:

يعطي حجم المبادلات مؤشرا على مدى سيولة الأوراق المالية وحركية هذه السوق. الشكل التالي يوضح تطور حجم المبادلات في بورصة الدار البيضاء منذ بداية عمليات الخوصصة:

[1] أنظر الصفحة 97 من هذه المذكرة.

شكل رقم (4): تطور حجم المبادلات في بورصة الدار البيضاء بين 1993 و 2007



المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على:

– صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، عدد 52.

- Bourse de Casablanca, résumés annuels 2003 et 2006

عرف حجم التبادل في بورصة الدار البيضاء ارتفاعا كبيرا بين 1993 و1999 بفعل زيادة عدد وأنواع الأوراق المالية المتداولة، والناتجة بشكل أساسي عن عمليات الخوصصة من خلال البورصة التي تمت بين 1993 و 1997، وخصت شركات مهمة في الاقتصاد المغربي، بالإضافة إلى دخول عدد من شركات القطاع الخاص، وخلال سنتي 1998 و1999 تم تسجيل دخول 08 شركات من القطاع الخاص، لكن منذ سنة 1999 تراجع حجم التبادل حتى سنة 2003. خلال هذه الفترة لم تسجل أية عملية للخوصصة عن طريق البورصة، كما لم يسجل دخول سوى 03 شركات من القطاع الخاص. ومنذ سنة 2004 وحتى سنة 2007 عرف حجم المبادلات ارتفاعا من جديد ليبلغ مستويات قياسية، خاصة بفعل إجراء عدة عمليات لخوصصة شركة اتصالات المغرب (IAM) من خلال البورصة، بالإضافة إلى تسجيل رقم قياسي لدخول شركات القطاع الخاص سنتي 2006 و 2007.

إذا كانت بورصة الدار البيضاء قد ساهمت في خوصصة عدد من شركات القطاع العام بنجاح، و لم يتم تسجيل خروج أية شركة تمت خوصصتها من البورصة منذ 1993، فإن عمليات الخوصصة في حد ذاتها ساهمت في زيادة عمق واتساع السوق المالية المغربية خاصة من خلال زيادة رسملة البورصة وأحجام التداول. وإذا علمنا أن قائمة الشركات المطروحة للخوصصة سنة 1989 لم تتم خوصصة منها سوى 72 شركة من مجموع 114 فإن الفرصة

مازالت قائمة لزيادة حجم البورصة وجعلها تقوم بدور أكبر في تمويل الاقتصاد الوطني بما يشجع على دخول شركات القطاع الخاص، والتي هي في الغالب ذات طابع عائلي وتفضل اللجوء إلى التمويلات المصرفية

3-2- التجربة التونسية في الخوصصة والسوق المالية:

على غرار المغرب، عرفت تونس خلال سنوات الثمانينات أزمة اقتصادية أدت إلى شروع هذا البلد في جملة من الإصلاحات الاقتصادية بالتنسيق مع المؤسسات الدولية، وكانت خوصصة المؤسسات العمومية إحدى محاور هذه الإصلاحات. أما بورصة تونس فيعود إنشاؤها إلى سنة 1969، وعرفت جملة من الإصلاحات منذ نهاية الثمانينات بما يتماشى والنظام الاقتصادي الجديد.

3-2- 1- خوصصة المؤسسات العمومية في تونس:

تقوم سياسة الخوصصة في تونس على أساس التكامل والشراكة بين القطاعين العام والخاص من خلال الحد من تدخل الدولة في القطاعات التنافسية، وتشجيع الاستثمار الخاص وفتح المجال للخواص لاقتحام بعض الأنشطة التي كان القطاع العام يحتكرها. لقد بدأ مسار الخوصصة سنة 1987 ليرافق السياسة الاقتصادية التي انتهجتها الحكومة في إطار الإصلاحات الاقتصادية.

3-2- 1-1- المراحل التي مر بها الاقتصاد التونسي قبل بداية الإصلاحات:

قامت السلطات التونسية منذ حصولها على الاستقلال سنة 1956 بدور كبير في الحياة الاقتصادية حتى مرحلة السبعينات، ويمكن التمييز بين المراحل التالية:

أ- مرحلة التأميمات(1956-1961):

كان هدف الحكومة التونسية بعد الحصول على الاستقلال تحرير الاقتصاد الوطني من الرقابة الفرنسية التي شجعت الزراعة والصناعات الإستخراجية وأهملت الصناعة، وأهم ما قامت به في هذا الصدد السيطرة على إدارة القطاع البنكي سنة 1958 وتأميم شركات الكهرباء، الغاز، الماء، والنقل بين 1959 و 1960، كما قامت بالسيطرة على 50% من شركة الفضاء التونسية (Tunisair).

ب- المرحلة الاشتراكية(1961-1969):

ابتداء من سنة 1961 اتجهت الحكومة التونسية إلى توسيع مجالات رقابة الدولة لتشمل جميع الأنشطة الاقتصادية، فأنشأت وزارة التخطيط والمالية وتبنت مخططا للتنمية من 1962 إلى 1971 يهدف إلى تحسين مستوى المعيشة للسكان وتخفيض التبعية لرؤوس الأموال الخارجية. في هذه الفترة تزايدت التأميمات خاصة في المجال الزراعي، وتم إقامة 300 مزرعة تعاونية.

ج- الرأسمالية المراقبة(1970-1981):

بعد صدور تقرير للبنك الدولي حول عجز المؤسسات العمومية، توقفت تجربة التعاونيات الزراعية سنة 1970 وأصبح توجه الحكومة نحو تشجيع اقتصاد السوق والملكية الخاصة، وفي هذا الصدد قامت بإنشاء عدة مؤسسات لهذا الغرض أهمها وكالة ترقية الصناعة.

وخلال سنوات السبعينات، عرف القطاع الخاص في تونس نموا سريعا في العمل في مجال الصناعة، إلا أن بنية التصنيع تميزت بالتركيز القطاعي والجهوية. حيث تركزت الاستثمارات ومناصب الشغل في مجالات صناعة النسيج والألبسة والجلود.

في الواقع كان التوجه نحو اقتصاد السوق بدرجة أقلى عما تم إعلانه من قبل، حيث استمر الدعم الحكومي لبعض الأسعار وفرض الرسوم الجمركية الكبيرة على الواردات. أما القطاع المالي فقد استمر تسييره من طرف الدولة. هذا التراجع عن تحرير الاقتصاد استمر بشكل أكبر مع ارتفاع أسعار البترول والفوسفات بين 1973 و 1979.

3-2- 1-2- الأزمة الاقتصادية وبداية الإصلاحات:

إن تبعية الاقتصاد التونسي لمداخيل البترول والسياحة وضعف قاعدته الإنتاجية، دفع بالحكومة مع تراجع أسعار البترول لوضع مخطط للتنمية سنة 1982 يهدف إلى تحضير تونس لمرحلة انخفاض أسعار البترول، حيث توجهت الاستثمارات بشكل أساسي نحو الصناعات غير النفطية، وتم إخضاع الاستهلاك لقيود صارمة من خلال تخفيض الأجور وزيادة القيود على الواردات. لكن مع التراجع الشديد لأسعار البترول بين 1985 و 1986 وقعت تونس في الأزمة الاقتصادية وزادت الاضطرابات الاجتماعية.

ولأن أزمة المديونية في تونس خلال الثمانينات لم تكن بالشكل الكبير الذي عرفه المغرب خلال تلك الفترة، حيث بقيت مستقرة بين 1986 و 1988 وبلغت قيمتها 6.4 مليار دولار، ولهذا لم تلجأ تونس إلى إعادة جدولة ديونها. إلا أن استنفاذ احتياطات الصرف دفع بها سنة 1986 إلى وضع مخطط لإعادة توجيه الاقتصاد يعتمد على سياسة التقشف.

ففي صيف 1986 عقدت تونس اتفاقيات للقرض مع كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي مقابل عملها على إعادة هيكلة اقتصادها. فحصلت على قرض من صندوق النقد الدولي من خلال اتفاقية ستاندباي بقيمة 250 مليون دولار، وبالموازاة مع ذلك حصلت على قروض قطاعية من البنك الدولي في مجالات الزراعة والصناعة بـــ150 مليون دولار لكل قطاع. وقد تركزت الشروط التي وضعتها هذه المؤسسات الدولية في قيام تونس بمجموعة من الإصلاحات الظرفية خاصة من خلال إلغاء الرقابة على الأسعار، تحرير التجارة الخارجية، تخفيض قيم العملة،

وتخفيض تكاليف العمل، بالإضافة إلى القيام بإصلاحات طويلة الأجل من خلال إلغاء دعم المؤسسات العمومية وتحويل بعضها إلى القطاع الخاص. هنا يتضح أن الخوصصة في تونس على غرار أغلب الدول النامية كانت نتيجة عوامل داخلية خاصة بسبب عجز الميزانية العامة، وعوامل خارجية تتمثل في "الشرطية" من خلال برامج المؤسسات الدولية.

فيما يخص الإصلاحات الظرفية، فقد عرفت نجاحا كبيرا ، ويمكن تلخيص أهم نتائجها في:[1]

- تراجع عجز الميزانية من 5.5% من الناتج الداخلي الخام عام 1986 إلى 3% عام 1996.
- انخفاض نسبة المديونية من قرابة 60% عام 1986 إلى 51% عام 1996، ومستوى خدمة الدين من 28% إلى 18% من المداخيل الجارية خلال الفترة نفسها.
- التحكم في نسبة التضخم التي انخفضت من معدل 9.6% في الفترة ما بين عامي 1981 و1986 إلى 7% في الفترة ما بين عامي 1987 و 1992، لتستقر في حدود 5% في الفترة الممتدة من عام 1993 إلى عام 1995.
- زيادة معدل النمو من جهة إلى قرابة 5% سنويا في الفترة ما بين عام 1987 و عام 1995.

أما فيما يخص الخوصصة فإنها بدأت منذ عام 1980، غير أن الإطار القانوني لهذه العملية وضع لأول مرة عام 1987 ثم نقح عام 1989.

3-2- 1-3- تطور برنامج الخوصصة في تونس:

صدر قانون الخوصصة في تونس في فيفري 1989 وألغى جميع النصوص السابقة. هذا القانون يسمي الخوصصة "إعادة هيكلة"، ورخص للحكومة بالتفويت كليا أو جزئيا في مساهمات الدولة في المنشآت العامة، على أن يندرج ذلك ضمن توجهات مخطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية، ويأخذ بعين الاعتبار طبيعة القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه.

أ- أهداف الخوصصة:

تتمثل أهداف الخوصصة كما تعلنها السلطات الحكومية في:[2]

- تحسين فعالية وتنافسية المؤسسات التي تتم خوصصتها.

---

[1] المنصف عباس: "تجربة تونس في الإصلاح الهيكلي والخوصصة"، في « الإصلاحات الاقتصادية وسياسات الخوصصة في البلدان العربية»، بحوث الندوة الفكرية التي نظمها المركز الوطني للدراسات والتحاليل الخاصة بالتخطيط، الجزائر، 1999، ص344.

[2] Mongi (Mokadem): La privatisation est-elle un moyen de promotion des investissements- cas de la Tunisie-, site web : http://www.Codesria.org, (04/05/2007).

- تحقيق التوازن في المالية العامة من خلال تخفيض النفقات العمومية التي تتحملها ميزانية الدولة في مجال المؤسسات العمومية، بالإضافة إلى تحصيل مداخيل إضافية من عمليات الخوصصة يمكن توجيهها لتمويل أنشطة أخرى تتعلق بالتعليم، الصحة، التكوين، والبنية التحتية.
- تنشيط السوق المالية من خلال إجراء عمليات العرض العمومي للبيع وإدخال الشركات التي تتم خوصصتها إلى تسعيرة البورصة.

ولا تنحصر الخوصصة في تونس في مجرد تحويل الملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص، حيث تخضع لمجموعة من المبادئ العامة أهمها:

- الحفاظ على المصلحة العامة من خلال ضمان دوام المؤسسة المراد خوصصتها، والحفاظ على أكبر قدر ممكن من مناصب الشغل.
- ضمان شفافية عمليات الخوصصة من خلال احترام مبدأ المنافسة، والإعلان عن طلبات العروض والتقييم من قبل مهنيين مختصين.

ب- مجالات الخوصصة:

على العكس من المغرب، لم تقم تونس بوضع قائمة للشركات المطروحة للخوصصة وفضلت خيار "حالة بحالة"، حيث يتم اختيار الشركات حسب كل مخطط للتنمية الاقتصادية والاجتماعية الذي يتم إعداده كل خمس سنوات، والقطاعات التي تنتمي إليها هذه الشركات. ففي المخطط السابع(1987-1991) خصت عمليات الخوصصة الشركات العمومية التي تنشط في قطاعات تنافسية، وبذلك تم استبعاد شركات توزيع الماء والكهرباء والغاز، شركات النقل بالسكك الحديدية، شركات الاتصالات، وشركات الطاقة. لكن ابتداء من سنة 1995 أصبحت عمليات الخوصصة تخص كل شركات القطاع العام.

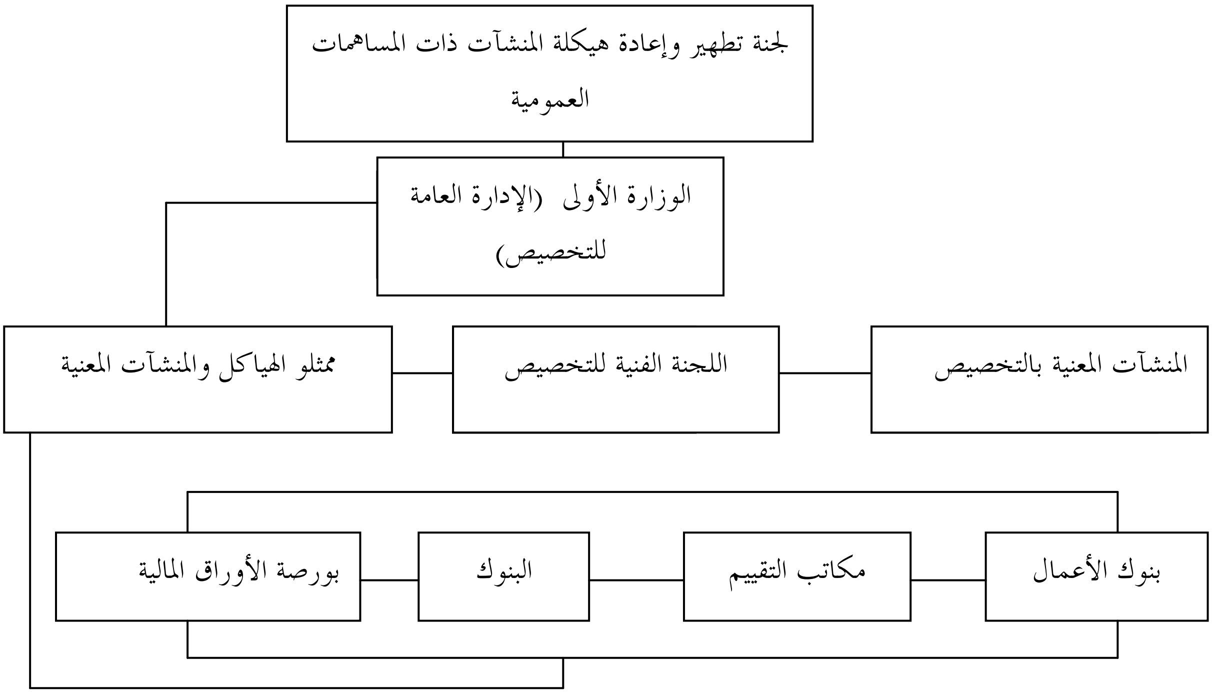
ج- الهيئات المتدخلة في عمليات الخوصصة:

لم تكن الهيئات المتدخلة في الخوصصة مستقرة تماما كما عرف ذلك المغرب. فإذا كان قانون المالية لسنة 1986 منح لوزير المالية سلطة التنازل عن مساهمات الدولة، فإن قانون سنة 1987 ألغى هذا القرار وأسس ثلاث هيئات هي: لجنة إعادة هيكلة المؤسسات العمومية، لجنة متابعة البورصة، ولجنة وزارية.[1] بحيث أن لجنة إعادة الهيكلة هي المسؤول الرئيسي عن عمليات الخوصصة.

[1] Sadi (Nacer-Eddine): La privatisation des entreprises publiques en Algérie, op.cit., p241.

لكن بسبب بطء العمليات والعمل السيئ للهيئات السابقة، جاءت تغييرات جديدة في قانون الخوصصة لسنة 1989، حيث حلت اللجنة الوزارية التي كانت مكلفة باتخاذ القرارات، ومنح هذا القانون سلطة القرار للوزير الأول باقتراح من لجنة تطهير المنشآت ذات المساهمات العمومية وإعادة هيكلتها، التي حلت محل لجنة إعادة الهيكلة. الشكل التالي يوضح مختلف الأطراف المتدخلة في عملية الخوصصة:

شكل رقم (5): الأطراف المتدخلة في الخوصصة في تونس في إطار قانون 1989.



المصدر: الإدارة العامة للتخصيص في تونس، الهياكل المتدخلة في عملية التخصيص، على الموقع:
http://privatisation.gov.tn, (10/10/2007).

تقوم الإدارة العامة للتخصيص بالإشراف العام على الخوصصة، أما اللجنة الفنية للتخصيص فتقوم بالجوانب الفنية للخوصصة وتقديم مقترحات إلى لجنة التطهير وإعادة الهيكلة التي يرأسها الوزير الأول المكلف باتخاذ القرارات.

د- طرق التقييم:

لم يضع القانون هيئة محددة للإشراف على عمليات التقييم كما فعل المغرب، ولكن تركت هذه العمليات التي تراعي المعايير الدولية والمقاييس المعمول بها عالميا إلى الخبراء التونسيين والأجانب من مكاتب محاسبة، بنوك أعمال، ومكاتب الدراسات والاستشارات. ومنذ سنة 1997 شهد اللجوء إلى بنوك الأعمال العالمية تطورا كبيرا، حيث أصبحت عمليات الخوصصة معقدة وأصبحت تشمل شركات كبيرة الحجم مثل شركات الإسمنت.

هـ- طرق الخوصصة:

تراعي الطرق المعتمدة في خوصصة المؤسسات العمومية في تونس خصوصية كل مؤسسة ومجال نشاطها وهيكلة السوق، ويمكن أن تأخذ أحد الأشكال التالية:

- بيع الأصول، وتخص هذه الطريقة المؤسسات التي تعاني من اختلال هيكلها المالي الذي يتطلب تصحيحه أموالا كبيرة.
- بيع الأسهم الذي يتم من خلال:
- بيع عدد من الأسهم عبر طلب عروض على أساس دفتر شروط أو من خلال المزايدة في بورصة الأوراق المالية.
- بيع أسهم مع عرض عمومي للبيع (OPV) بالنسبة للمؤسسات ذات التوازن المالي السليم والتي تتمتع بقدرات للنمو. يفضي بيع الأسهم إلى خوصصة كلية إذا تم بيع أكثر من 50% من رأسمال المؤسسة المعنية.
- فتح رأسمال المؤسسة، وتخص هذه الطريقة المؤسسات العمومية الكبيرة بهدف توفير شريك جديد للمؤسسة على المستويين الفني والمالي.
- اللزمة، وتتمثل هذه العملية في نقل الاستغلال والتصرف لنشاط إحدى المنشآت العمومية إلى شخص أو إلى مؤسسة خاصة وذلك لمدة متفق عليها. كما يمكن أن تقتصر هذه العملية على نشاط معين من أنشطة المؤسسة أو جزء منه أو قطاع من القطاعات التي كانت حكرا على القطاع العام.[1]

و- المراحل التي مرت بها الخوصصة:

مر برنامج الخوصصة في تونس بثلاث مراحل:[2]

- امتدت المرحلة الأولى من سنة 1987 إلى سنة 1994، وقد تم خلالها خوصصة المنشآت التي كانت أوضاعها المالية سيئة، وينتمي أغلبها إلى قطاعات السياحة والتجارة والصيد البحري والصناعات الغذائية. واتبع في هذه العمليات أسلوب بيع الأصول، وغالبا ما سبق عملية البيع تفكيك المؤسسة إلى وحدات استغلال مستقلة بهدف تسهيل البيع من جهة، وللوصول إلى أكبر عدد ممكن من المستثمرين من جهة أخرى.
- بدأت المرحلة الثانية بتعديل القانون المنظم لعمليات الخوصصة سنة 1994 وامتدت إلى غاية سنة 1997. وقد شملت الخوصصة في هذه المرحلة المنشآت ذات الوضع المالي المتوازن واستخدم فيها أسلوب بيع كتل الأسهم

[1] Site web : http://www.privatisation.gov.tn, (10/10/2007).

[2] رضا محمد سعد الله: "أساليب الخوصصة وتقنياتها مع إشارة خاصة إلى التجربة التونسية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، عدد 04، 2005، ص10.

لمستثمرين استراتيجيين مرفوقا في الغالب بأسلوب الإيجاب العام بالبيع. وقد تصاعدت وتيرة الخوصصة منذ سنة 1996 بعرض شركات رابحة.

- بدأت المرحلة الثالثة سنة 1998 حيث شهدت من جهة خوصصة منشآت كبيرة الحجم كمصانع الاسمنت، وتطورت من جهة أخرى تقنيات الخوصصة لتشمل الامتياز في مجالات توليد الكهرباء والهاتف الخلوي.

ز- النتائج العامة للخوصصة في تونس:

لا يزال برنامج الخوصصة في تونس مستمرا، ومنذ سنة 1987 شملت عمليات الخوصصة 209 مؤسسة عمومية من خلال 418 عملية، وبلغت مداخيلها 5700 مليون دينار تونسي. الجدول التالي يوضح توزيع مداخيل الخوصصة حسب الفترات:

جدول رقم(8): توزيع مداخيل الخوصصة في تونس حسب الفترات

	مخططات التنمية الاقتصادية والاجتماعية										المجموع
	المخطط السابع	المخطط الثامن	المخطط التاسع	المخطط العاشر						المخطط الحادي عشر(جاري)	
	1987-1991	1992-1996	1997-2001	2002	2003	2004	2005	2006	المجموع	2007	
المداخيل(مليون دينار تونسي)	126	190	1189	818	35	27	80	3105	4066	130	5700
عدد المنشآت المعنية[1]	37	44	75	09	16	08	09	08	49	04	209
عدد العمليات المنجزة	68	83	174	19	22	18	14	11	84	09	418

المصدر: الإدارة العامة للتخصيص في تونس ،توزيع مداخيل التخصيص حسب الفترات
http://www.Privatisation.gov.tn, (03/02/2008).

شملت عمليات الخوصصة خلال تسع سنوات عددا محدودا من المؤسسات، فخلال الفترة الممتدة بين 1987 و 1996 لم يتم خوصصة سوى 80 مؤسسة عمومية، ويرجع ذلك بشكل أساسي إلى عدم استقرار الهيئات المكلفة بالخوصصة في بداية البرنامج، بالإضافة إلى كون المؤسسات المعنية في هذه المرحلة صغيرة الحجم وذات هيكل مالي مختل في الغالب. لكن منذ سنة 1997 ارتفعت مداخيل الخوصصة وعدد العمليات المنجزة، حيث أصبحت تشمل

[1] بالنسبة للمؤسسات التي امتدت عمليات خوصصتها على عدة مراحل تم اعتماد تاريخ أول عملية للخوصصة.

المؤسسات الرابحة والمؤسسات كبيرة الحجم خاصة شركات الحجم. من أهم العمليات التي تمت منذ 1997 نجد بيع 87% من رأسمال شركة إسمنت النفيضة (SCE) سنة 1998 بـــ168 مليون دينار تونسي، بيع 100% من رأسمال شركة الإسمنت بجبل الوسط (CJO) خلال السنة نفسها بـــ241 مليون دينار، بيع 52% من رأسمال الاتحاد الدولي للبنوك (UIB) سنة 2002 للبنك الفرنسي "الشركة العامة" (Société Générale) بـــ 102 مليون دينار، وبيع 35% من رأسمال الشركة الوطنية للاتصالات (Tunisie Télécom) بـــ3052 مليون دينار للشركة الإماراتية الدولية للاتصالات (Emirates International télécommunications).

أما الجدول التالي فيوضح توزيع مداخيل الخوصصة حسب الصيغ المعتمدة:

جدول رقم (9): توزيع مداخيل الخوصصة في تونس حسب الصيغ المعتمدة

عملية تخصيص أو إعادة هيكلة	عدد المنشآت	النسبة(%)	المداخيل(مليون دينار)	النسبة(%)
بيع أسهم	94	45.0	4531	79.5
– منها بيع كتلة أسهم	81	38.8	4352	76.4
– منها بيع كتلة أسهم مع عرض عمومي للبيع.	04	1.9	97	1.7
– منها عرض عمومي للبيع	09	4.3	81	1.4
بيع أصول	110	52.6	414	7.3
لزمة	05	2.4	756	13.3
المجموع	2009	100	5700	100.0

المصدر: الإدارة العامة للتخصيص في تونس ، توزيع مداخيل التخصيص حسب الصيغ المعتمدة

http://www.Privatisations.gov.tn, (03/02/2008).

3-2 -2- دور بورصة تونس في خوصصة المؤسسات العمومية:

حدد قانون الخوصصة في تونس الطرق التي يمكن من خلالها تحويل المؤسسات العمومية إلى القطاع الخاص، ومن بين هذه الطرق نجد الخوصصة عن طريق بيع الأسهم في بورصة تونس.

3-2 -2-1- لمحة تاريخية عن بورصة تونس:

بدأ التعامل الرسمي بالأوراق المالية في تونس في عام 1937 بعد إنشاء غرفة المقاصة لتسهيل عملية بيع السندات من قبل الصندوق العقاري، وكانت هذه العمليات من مسؤولية البنوك المرخصة، واستمر ذلك حتى عام 1945 حينما

حل الديوان التونسي للقيم المنقولة محل غرفة المقاصة، وأصبح من الضروري أن تتم كل العمليات المتعلقة بانتقال ملكية الأوراق المالية عن طريق الديوان.[1]

وفي عام 1969 أنشئت بورصة القيم المنقولة التي استمر العمل بها حتى عام 1988، تاريخ بداية إصلاح البورصة بما يتماشى مع أسس نظام اقتصاد السوق، وقبل هذا التاريخ تميزت بورصة تونس بدور محدود جدا في تمويل الاقتصاد الوطني بسبب سيطرة الدولة والبنوك على ذلك مما أدى إلى ارتفاع مستويات الإصدار النقدي والتضخم، وتميزت هذه الفترة بـــ:[2]

- سهولة الحصول على القروض البنكية ومساعدات الدولة.
- ارتفاع العوائد على ودائع البنوك التي كانت محمية ومعفاة من الضرائب.
- ارتفاع الضرائب على التوظيفات في البورصة.

لكن منذ سنة 1988 وفي إطار برنامج التعديل الهيكلي الذي كان من أهم أهدافه تطوير طرق تمويل الاقتصاد الوطني من خلال تعزيز دور السوق المالية، عرفت بورصة تونس عدة إصلاحات بهدف وضع إطار قانوني متطور يسمح للسوق المالية بالمساهمة في تمويل الاقتصاد، وفي هذا الصدد تم تبني عدة نصوص وقوانين أهمها:

- القانون رقم 88-111 لـــ18 أوث 1988 الذي يهدف إلى فتح سوق السندات الذي كان مقتصرا على البنوك والمؤسسات المالية.
- القانون رقم 88-92 لـــ02 أوث 1992 الخاص بشركات الاستثمار، والذي يشجع على إنشاء شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير (SICAV)، شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت(FCP)، وشركات الاستثمار ذات المخاطر(SICAR).
- تعديل قانون سنة 1969 الذي أدخل مفاهيم أساسية مثل العرض العمومي للادخار (APE).
- القانون رقم 92-107 لـــ16 نوفمبر 1992 والذي يؤسس لمنتوجات مالية جديدة مثل الأسهم ذات أولوية توزيع الأرباح، الأوراق المالية التساهمية، وشهادات الاستثمار. من خلال هذا القانون أيضا تم فرض الضريبة على ودائع البنوك وخفض الضريبة على أرباح الشركات من 80% إلى 35%.

[1] وليد أحمد صافي: الأسواق المالية العربية –الواقع والآفاق–، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2003، ص192.

[2] Bouguezzi (Fehmi): Histoire de la bourse de Tunisie, Site web : http://www.mémoireonline.com, (07/11/2007).

3-2-2-2- هياكل سوق البورصة في تونس:

تم القيام بإصلاح جوهري سنة 1994 يهدف إلى إعادة تنظيم السوق المالية في تونس وفقا للمعايير الدولية من خلال إصدار القانون رقم 117 لـــ14 نوفمبر 1994 المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية، يفصل بين مهام التسيير ورقابة السوق. من خلال هذا القانون أنشئت عدة هياكل وأصبحت سوق البورصة تتكون من:[1]

أ- هيئة السوق المالية:

جهاز إداري مستقل مكلف بتنظيم أسواق الأوراق المالية القابلة للتداول في البورصة ورقابتها وبحماية الادخار المستثمر في الأوراق المالية. وتتركب هيئة السوق المالية من رئيس وتسعة أعضاء منهم قاض ومستشار لدى المحكمة الإدارية ومستشار لدى دائرة المحاسبات.

ب- بورصة الأوراق المالية بتونس:

شركة خفية الاسم يشارك فيها بالتساوي الوسطاء بالبورصة، وتتمثل مهمتها الأساسية في التسيير التقني لسوق الأوراق المالية والبت في إدراج الشركات.

ج- الشركة التونسية ما بين المهنيين للمقاصة وإيداع الأوراق المالية:

وهي شركة خفية الاسم يشارك فيها أساسا الوسطاء في البورصة، مهمتها القيام بعمليات إيداع الأوراق المالية وتسوية المعاملات المنجزة بالبورصة.

د- صندوق ضمان عمليات السوق:

يهدف إحداثه إلى تغطية مخاطر الطرف المقابل في عملية التداول. ويتم تمويل الصندوق عن طريق مخصصات مختلفة يدفعها الوسطاء عند التأسيس وبصفة منتظمة إثر عمليات التداول اليومية، وبصفة استثنائية عندما يقتضي الأمر ذلك. مع الإشارة أن بورصة تونس تقوم بالتصرف في هذا الصندوق منذ انطلاق العمل بالنظام الإلكتروني للتداول في سنة 1996.

3-2-2-3- تنظيم سوق البورصة:

يمكن دراسة تنظيم بورصة تونس من خلال دراسة:

أ- أسواق البورصة:

تنقسم الشركات خفية الاسم إلى صنفين:

- الشركات التي تقوم بعرض عمومي للادخار(FAPE).

[1] نبذة تاريخية عن نشأة وتطور بورصة تونس، على الموقع: http://www.bvmt.tn بتاريخ 2007/10/06.

- الشركات التي لا تقوم بعرض عمومي للادخار(Non FAPE).

الشركات التي تقوم بعرض عمومي للادخار هي البنوك، شركات التأمين، الشركات التي لها أكثر من 100 مساهم، والشركات التي تلجأ إلى الجمهور الواسع لرفع رأس المال، هذا اللجوء منظم لأنه يتطلب إعداد نشرة معلومات تخضع لتأشيرة هيئة السوق المالية(CMF). أما الشركات خفية الاسم الأخرى غير المعنية بما سبق فتعتبر شركات لا تقوم بعرض عمومي للادخار.

والشركات التي تقوم بعرض عمومي للادخار FAPE يتم التفاوض عليها إجبارا في البورصة وتنقسم إلى صنفين: الشركات المسجلة في التسعيرة وهي سوق منظمة تتضمن شروطا للدخول والإقامة، والشركات غير المسجلة التي تشكل جزءا من السوق خارج التسعيرة(Hors cote).

ب- تسعيرة البورصة:

للتسجيل في تسعيرة البورصة يجب أن تلبي الشركة عددا معينا من المعايير ترتبط خاصة بتوزيع رأسمالها. وتنقسم التسعيرة في البورصة إلى:[1]

- السوق الأولى التي تستقبل أوراق رأسمال الشركات خفية الاسم الأكثر أهمية، والتي تلبي بعض الشروط المحددة جيدا فيما يخص توزيع رأسمالها على الجمهور، النتائج الاقتصادية الجيدة، السيولة، والشفافية.
- السوق الثانية وتقبل أوراق رأسمال الشركات بشروط أكثر ليونة خاصة فيما يخص درجة فتح رأسمالها للجمهور.

الشركات المقبولة في السوق الثانية يجب عليها تحقيق شروط الدخول في السوق الأولى في أجل أقصاه ثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة، وفي الحالة المعاكسة يتم شطبها وتحويلها إلى سوق التسعيرة خارج البورصة.[2]

وتتعلق السوق الأولى والثانية بأوراق رأس المال، بالإضافة إلى ذلك توجد سوق السندات، وهي مفتوحة لأوراق الديون الخاصة بالدولة والهيئات الخاصة.

ج- شروط القبول في تسعيرة البورصة:

يخضع القبول في تسعيرة البورصة لمجموعة من الشروط وهي:

ج-1- شروط القبول في السوق الأولى: حددت مجموعة من الشروط وهي:

- حد أدنى للمساهمين بـــ500 مساهم.

[1] Bouguezzi (Fehmi): Architecture du marché financier tunisien, site web : http://www.mémoireonline.com, (07/11/2007).

[2] هي سوق حرة غير رسمية وأقل ضمانا من حيث شفافية المعلومات ونسبة رأس المال الموزع على الجمهور.

- توزيع على الأقل 20% من رأس المال على الجمهور.
- تحقيق أرباح في النشاطين الأخيرين والقيام بتوزيع خلال شهر.
- تقديم الحسابات السنوية للأنشطة الثلاثة الأخيرة.
- تقديم تقرير تقييم الأصول معد من طرف خبير محاسب معتمد من طرف هيئة السوق المالية.
- تقديم نشرة معلومات مؤشر عليها من طرف هيئة السوق المالية.

ج-2- شروط القبول في السوق الثانية:

- حد أدنى لا يقل عن 300 مساهم.
- توزيع على الأقل 10% من رأس المال على الجمهور.
- تحقيق أرباح في النشاط الأخير والقيام بتوزيع للأرباح.
- تقديم الحسابات السنوية للنشاطين الأخيرين.
- تقديم نشرة معلومات مؤشر عليها من طرف هيئة السوق المالية.

3-2-2-4- الشركات التي تمت خوصصتها عن طريق بورصة تونس:

في بداية تنفيذ برنامج الخوصصة في تونس وبالنسبة للعمليات التي تمت من خلال بورصة الأوراق المالية، تم استخدام أسلوب العرض العام للبيع بالسعر الأدنى مثلما حدث في المغرب، لأنه لا يتطلب عمليات تقييم كبيرة، وكان هذا الأسلوب يتم من خلال المناداة انطلاقا من سعر أدنى، حيث لا تؤخذ بعين الاعتبار سوى أوامر البورصة التي تتضمن كل الأوراق المالية في كتلة الأسهم المعروضة للبيع.

وقد تم خوصصة شركة تونس للخشب(Tunisie Bois) سنة 1988 في البورصة من خلال طريقة المزايدة على السعر الأدنى، حيث تم بيع 98% من رأس المال وكل الأسهم تمكن من شرائها مقتني واحد. بهذه الطريقة أيضا تم خوصصة كل من الشركتين (Chaffotaux) و (Naury) وتم بيع الأسهم في كلتا الحالتين لمقتني واحد.[1]

لكن هذه الطريقة التي كانت تتعلق بكمية محدودة متضمنة كلها في أوامر الشراء كانت تؤدي إلى تركز رأس المال في يد عدد قليل من المشترين، مما أدى بالسلطات التونسية إلى تعديل القانون 09-89 سنة 1994، وقد سمح القانون الجديد باللجوء إلى طريقة العرض العام للبيع بالسعر الثابت بهدف منع الاحتكار وتشجيع المساهمة الشعبية التي همشت حتى هذه الفترة. وأول المؤسسات التي تمت خوصصتها بهذه الطريقة مؤسسة الصناعة الكيميائية للفلور(ICF)، حيث تم بيع 61.37% من رأس المال الذي تملكه الدولة على مرحلتين:

[1]Abdeladim (Leila): Les privatisations d'entreprises publiques dans les pays du Maghreb, op.cit., p177.

- في المرحلة الأولى تم بيع 40% من رأس المال بـــ 32.850 دينار تونسي للسهم الواحد، وبلغ عدد الأسهم 360000 سهما. وتمت هذه العملية من خلال أسلوب العرض العام للبيع بالسعر الأدنى وبطريقة بيع الكتل بهدف تكوين نواة صلبة للمساهمين.
- في المرحلة الثانية تم بيع 21.37% من رأس المال بأسلوب العرض العام للبيع بالسعر الثابت بـــ33.330 دينار للسهم الواحد، وبلغ عدد الأسهم 192405سهما.

وبعد نجاح هذه العملية تم بيع 20% من أسهم شركة المعامل الآلية للساحل (AMS) سنة 1994، وعرفت العملية نجاحا كبيرا حيث بلغ عدد الطلبات 1553840 سهما مقابل 171123 سهما معروضا، مما شجع السلطات التونسية على مواصلة استخدام هذا الأسلوب.

أما سنة 1995 فعرفت خوصصة شركة الفضاء التونسية (Tunisair) جزئيا، حيث تم بيع 15% من رأس المال من خلال بيع 900000 سهم، وقد فاق الطلب العرض في هذه العملية بـــ385% وأعطى إشارة جيدة للسلطات على خوصصة المؤسسات العمومية الكبيرة جزئيا بطريقة العرض العام للبيع بالسعر الثابت (OPV). الجدول التالي يوضح عمليات الخوصصة التي تمت عن طريق بورصة تونس منذ سنة 1998:

جدول رقم(10): الشركات التي تمت خوصصتها عن طريق بورصة تونس (1998-2007)

الوحدة: ألف دينار تونسي

الشركة	الدالة	المداخيل	الصيغة المعتمدة	السنة
الشركة الوطنية للمعدات واللوازم الكهربائية	SIAME	2736	عرض عمومي للبيع بالسعر الثابت	1999
الشركة الوطنية للبلور	SOTUVER	3311	عرض عمومي للبيع بالسعر الأدنى	1999
المغازة العامة	Magazin Général	2125	عرض عمومي للبيع بالسعر الثابت مع زيادة في رأس المال(10%)	1999
الشركة التونسية لأسواق الجملة	SOTUMAG	4725	عرض عمومي للبيع بالسعر الثابت(35%)	1999
		4222	عرض عمومي للبيع بالسعر الثابت(13%)	2000
الشركة التونسية للصناعات الصيدلية	SIPHAT	6090	عرض عمومي للبيع بالسعر الثابت(32.2%)	2001
الشركة التونسية لصناعة الإطارات المطاطية	STIP	6159	عرض عمومي للبيع بالسعر الثابت(10%)	2002

المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على الإحصائيات المفصلة للإدارة العامة للتخصيص في تونس على الموقع:

http://www.Privatisations.gov.tn , (03/02/2008).

يمكن القول أن حصيلة الخوصصة عن طريق السوق المالية في تونس ضعيفة مقارنة مع المغرب، حيث لم تشمل هذه الطريقة سوى 12 مؤسسة من مجموع 209 مؤسسة تمت خوصصتها بين سنوات 1987 و 2007، أي ما يمثل 5.74% من مجموع المؤسسات العمومية المخوصصة، أما مداخيل هذه العمليات خلال الفترة نفسها فبلغت 178 مليون دينار تونسي، اي ما يمثل 3.12% من مجموع مداخيل الخوصصة التي بلغت 5700 مليون دينار تونسي.

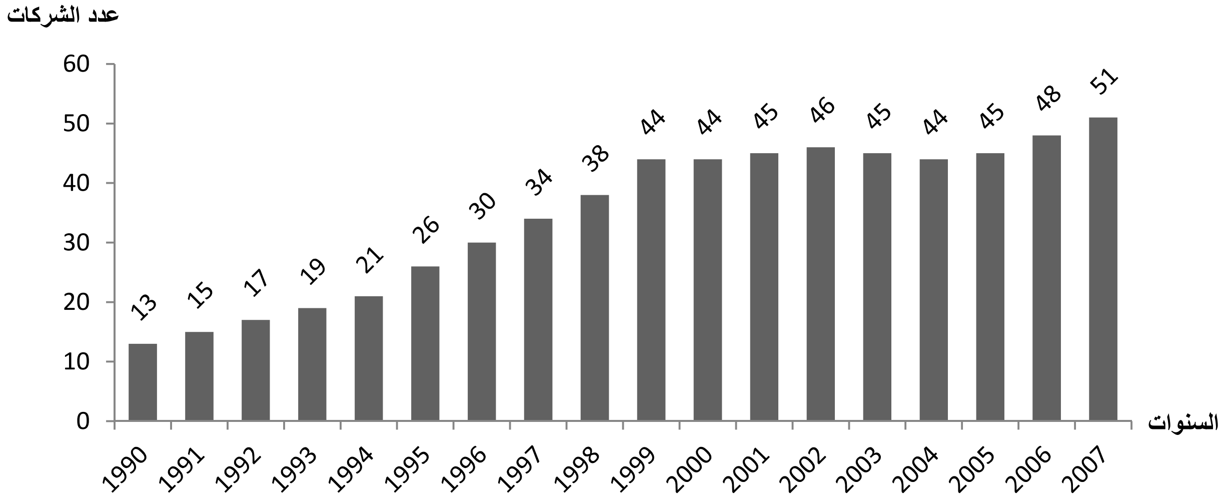
3-2-2-5- تأثير عمليات الخوصصة على بورصة تونس:

يمكن دراسة تأثير عمليات الخوصصة على بورصة تونس من خلال دراسة تطور بعض مؤشرات البورصة الرئيسية وهي: عدد الشركات المدرجة، رسملة البورصة، وحجم المبادلات.

أ- تطور عدد الشركات المدرجة:

الشكل التالي يوضح تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة تونس منذ بداية عمليات سنوات التسعينات.

شكل رقم (6): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة تونس بين 1990 و 2007



المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على:

- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، عدد 52.

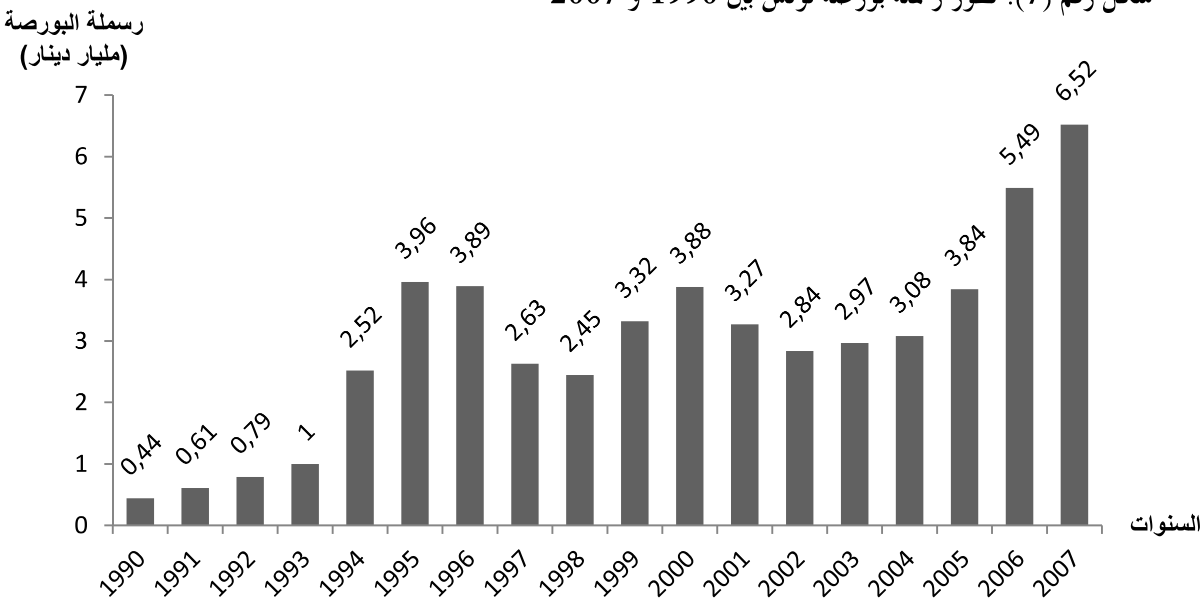
- Bourse de Tunisie, rapport annuel 2006.
- Evolution du marché financier tunisien, http://www.mémoireonline.com, (07/11/2007).

عرف عدد الشركات المدرجة في بورصة تونس ارتفاعا مستمرا منذ إصلاح البورصة في بداية التسعينات لتتماشى والتحول نحو اقتصاد السوق، هذا الارتفاع يعود قبل سنة 1994 إلى دخول شركات من القطاع الخاص إلى التسعيرة الرسمية للبورصة، أما عمليات الخوصصة عن طريق البورصة فكانت تتم من خلال بيع كتل أسهم بالمزايدة ولمتعامل واحد، وأدى ذلك إلى تهميش المساهمة الواسعة وعدم تداول الأسهم في البورصة. لكن منذ تعديل قانون الخوصصة سنة 1994 وحتى سنة 2002 ساهمت الخوصصة بشكل كبير في زيادة عدد الشركات المدرجة، حيث جرت عدة عمليات للخوصصة بطريقة العرض العام للبيع بالسعر الثابت، ورغم نجاح هذه العمليات لم يتم تسجيل أية عملية للخوصصة عن طريق البورصة منذ سنة 2003.

ب- تطور رسملة البورصة:

الشكل التالي يوضح تطور رسملة بورصة تونس منذ التسعينات

شكل رقم (7): تطور رسملة بورصة تونس بين 1990 و 2007



المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على:

- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، عدد 52.
- Bourse de Tunisie, rapport annuel 2006.
- Evolution du marchés financier tunisien, http://www.mémoireonline.com, (07/11/2007).

من الشكل السابق يمكن التمييز بين المراحل التالية:

- بين سنوات 1990 و 1993 ارتفعت رسملة بورصة تونس بشكل طفيف بفضل دخول عدد من شركات القطاع الخاص إلى التسعيرة الرسمية للبورصة.
- بين سنوات 1994 و 1995 عرفت رسملة البورصة ارتفاعا كبيرا، في هذه المرحلة تم إجراء عدد من عمليات الخوصصة عن طريق البورصة بطريقة العرض العام للبيع بالسعر الثابت[1]، بالإضافة إلى دخول عدد من شركات القطاع الخاص إلى البورصة. لكن ساهمت أيضا عمليات المضاربة في الارتفاع الكبير لرسملة البورصة، حيث قامت السلطات التونسية بحملة إعلامية تهدف إلى ترقية الإعلام في البورصة، ومع غياب ثقافة البورصة خاصة لدى صغار المدخرين الذين لا يأخذون بعين الاعتبار الحالة المالية للمؤسسة، أدت هذه الحملة إلى زيادة الطلب عن العرض بشكل كبير وارتفاع أسعار الأوراق المالية.

[1] أنظر الصفحات 114-115 من هذه المذكرة.

- بين سنوات 1996 و 1998 دخلت بورصة تونس في مرحلة من الركود بزيادة العرض عن الطلب، وأدى ذلك إلى اتخاذ عدد من الإجراءات التصحيحية مثل وضع نظام التسعيرة الالكترونية(Super Cac Unix).
- في الفترة بين 1999 و 2001 جرت عدة عمليات للخوصصة عن طريق البورصة[1]، ساهمت في رفع الرسملة. أما بين 2002 و 2004 فلم تتم خوصصة سوى شركة واحدة عن طريق البورصة، بالإضافة إلى انسحاب شركة من القطاع الخاص وشركة تمت خوصصتها في السابق من البورصة.[2] مما أدى إلى بقاء رسملة البورصة في مستويات متقاربة.
- منذ سنة 2005 عرفت رسملة البورصة ارتفاعا وصل إلى مستويات قياسية في 2006 و 2007. رغم دخول عدد من شركات القطاع الخاص إلى البورصة خلال هذه الفترة إلا أن أحجامها متواضعة، أما ارتفاع رسملة البورصة فيعود إلى تطور أسعار الشركات المدرجة وعمليات الرفع في رأس المال.[3]

ج- تطور حجم المبادلات:

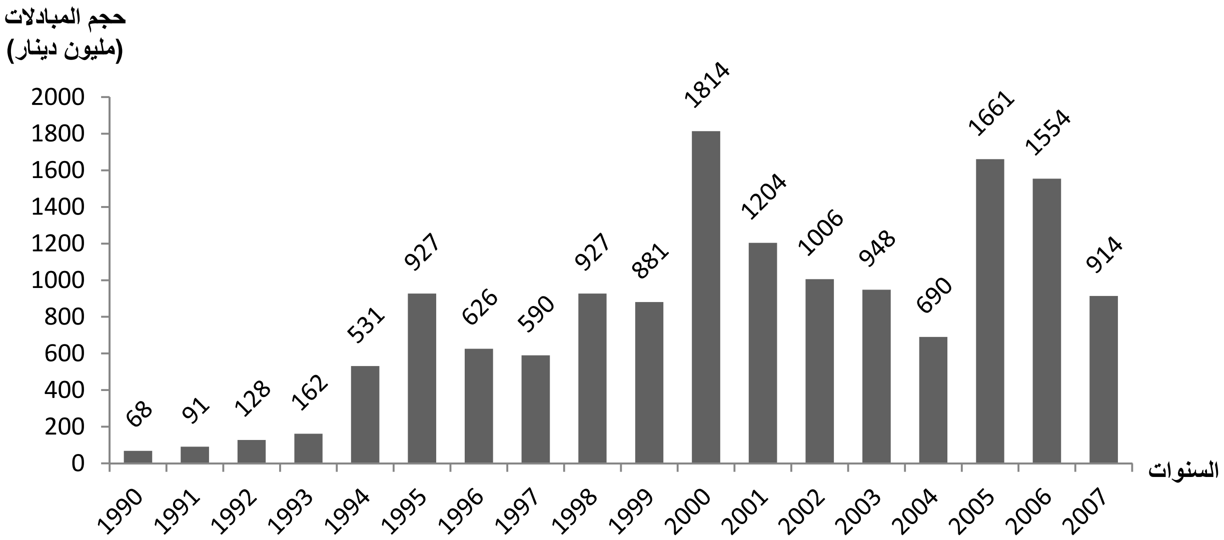
يبين حجم المبادلات مدى سيولة الأوراق المالية المتداولة في البورصة، وقد عرف هذا المؤشر تطورا كبيرا في بورصة تونس منذ بداية سنوات التسعينات. الشكل التالي يوضح هذا التطور:

[1] أنظر الصفحة 116 من هذه المذكرة.

[2] يتعلق الأمر بشركة هالة للمواد المترلية والرفاهة (BATAM) وشركة المعامل الآلية بالساحل (AMS) على التوالي.

[3] خلال سنة 2006 فقط بلغت قيمة الرفع في رأس مال كلا من بنك تونس العربي الدولي التجاري بنك والبنك التونسي مجتمعة 200 مليون دينار تونسي، فيما بلغت رسملة البورصة للشركات المدرجة مجتمعة 45 مليون دينار تونسي وهي: الشركة العقارية التونسية السعودية، الوفاق للإيجار المالي، وشركة السكنى.

شكل رقم (8): تطور حجم المبادلات في بورصة تونس بين 1990 و 2007



المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على:

– صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، عدد 52

- Bourse de Tunisie, rapport annuel 2006.
- Evolution du marchés financier tunisien, http://www.mémoireonline.com, (07/11/2007).

ارتفع حجم المبادلات في بورصة تونس منذ تعديل قانون الخوصصة سنة 1994 وبداية إجراء عمليات الخوصصة بطريقة العرض العام للبيع بالسعر الثابت في البورصة التي خصت عددا من الشركات العمومية الناجحة. لكن حجم التبادل تميز دائما بالتقلبات المستمرة حيث يرتبط بعوامل أخرى أهمها: عمليات المضاربة الكبيرة التي شهدها سنة 1995، تحسن أداء الشركات المدرجة خلال السنوات 2000، 2005، و 2006، وتراجع أدائها خلال السنتين 2003 و 2004.

ويمكن القول أن برنامج الخوصصة في تونس رغم مساهمته في تطور أهم مؤشرات البورصة خاصة الرسملة وحجم المبادلات، إلا أن هذه المساهمة ضعيفة بسبب قلة عمليات الخوصصة عن طريق البورصة والتي جرت في فترات محددة بين 1994 و 1995 وبين 1999 و 2002. كما أن هذه العمليات رغم أنها خصت شركات عمومية ناجحة، إلا أنها لم تشمل المؤسسات العمومية كبيرة الحجم[1]، كما حدث في المغرب (خاصة خوصصة شركة اتصالات المغرب

[1] باستثناء شركة الفضاء التونسية (Tunisair) التي تم بيع 15 % فقط من رأسمالها سنة 1995، ثم أجريت عمليات للرفع في رأسمالها في 1997 و 1999.

IAM وشركة تكرير النفط (SAMIR). هنا يظهر أن حجم الشركات التي تتم خوصصتها عن طريق البورصة يؤثر على عمق واتساع السوق أكثر من عدد العمليات.[1]

3-3- الخوصصة والسوق المالية في الجزائر

على غرار أغلب البلدان النامية، كانت الخوصصة في الجزائر إحدى محاور الإصلاح الاقتصادي الذي جاء كنتيجة للأزمة الاقتصادية منذ سنوات الثمانينات، إلا أن الجزائر لم تلجأ إلى سياسة التعديل الهيكلي إلا في سنة 1994، كما أن بورصة الجزائر لم تنطلق في أداء وظائفها إلا سنة 1998.

3-3-1- خوصصة المؤسسات العمومية في الجزائر:

إن تبني برنامج الخوصصة في الجزائر هو نتيجة لمجموعة من العوامل الداخلية والخارجية، فالنتائج المخيبة لقطاع عمومي بنيت عليه كامل الإستراتيجية الوطنية للتنمية الاقتصادية والاجتماعية، وأزمة المديونية الخارجية وشرطية برامج التعديل الهيكلي كلها عوامل دفعت إلى تخلي الدولة أكثر عن النشاط الاقتصادي.

3-3- 1-1- مراحل القطاع العام من الاستقلال حتى إصلاحات 1988:

اتبعت الجزائر منذ سنة 1967 إستراتيجية النمو غير المتوازن المبنية أساسا على نظرية "الصناعات المصنعة"(Industries industrialisantes) للاقتصادي دوبرنيس (Debernis) وإحلال الإنتاج الوطني محل الواردات. وعلى هذا الأساس تم تخصيص 45% من الاستثمارات العمومية بين 1967 و 1973 لقطاع الصناعة بما في ذلك المحروقات، مقابل 15% فقط لقطاع الزراعة. وقد كان وضع قطاع عمومي واسع أحد أهم أركان هذه السياسة، وقد مر هذا القطاع بعدة مراحل منذ الاستقلال.

أ- مرحلة 1962 – 1971:

تميزت هذه المرحلة بالعمليات الأولى للتأميم خارج قطاع المحروقات واستعادة الوحدات الإنتاجية التي بقيت شاغرة. فابتداء من سنة 1963 تم إخضاع حوالي 400 وحدة إنتاجية لنظام التسيير الذاتي بسبب غياب جهاز مؤسساتي للدولة. وتم التخلي عن هذا النظام سنة 1966 ماعدا في قطاع الزراعة، ثم تدعم القطاع العام بين 1968 و 1971 بإنشاء مؤسسات وطنية صناعية وتجارية شكلت وسيلة الدولة لتحقيق تنمية شاملة وأخذا اسم "الشركات الوطنية".

---

[1] ساهمت شركة اتصالات المغرب لوحدها سنة 1995 في رفع رسملة بورصة الدار البيضاء بـــ35%.

ب- مرحلة 1971– 1979:

تميزت هذه المرحلة بإتمام مسار تشكيل القطاع العام بعد تأميم المصالح النفطية سنة 1971. وفي إطار نظام التسيير المركزي والمخطط أصبحت الوزارة الوصية على المؤسسات العمومية تتولى تخصيص المشاريع، اختيار المواقع، الإشراف على الإنجاز والتشغيل، واحتكار التموين وتوفير الموارد المالية، و لم تترك للمؤسسات العمومية سوى التنفيذ.

بلغ عدد المؤسسات العمومية في نهاية هذه المرحلة 2800، منها 1500 مؤسسة ذات طابع محلي، وسيطر القطاع العمومي الصناعي لوحده على 1165 من هذه المؤسسات المهيكلة في شكل 462 وحدة إنتاجية تابعة لــ19 شركة وطنية. أما القطاع الخاص فكان يعاني من التهميش وانحصر في قطاعات الصناعة الغذائية والنسيج، في حين تعرض الاستثمار الأجنبي لقيود صارمة حتى سنوات التسعينات.

ج- مرحلة 1980 – 1988:

تعرضت إستراتيجية التنمية والقطاع العام لأولى الانتقادات الرسمية بعد إجراء تقييم عام للأوضاع الاقتصادية في نهاية السبعينات. وبدأ اتخاذ إجراءات الإصلاح من خلال المؤتمر الرابع لحزب جبهة التحرير الوطني(الحزب الحاكم والوحيد في تلك الفترة) سنة 1979، ترجمت ابتداء من 1982 إلى "إعادة الهيكلة العضوية والمالية".

وقد تمت إعادة الهيكلة العضوية من خلال إحلال المؤسسات الوطنية ذات الحجم الصغير والمتوسط محل الشركات والمكاتب الوطنية حسب مبدأ التخصص في النشاط.[1] أما الهيكلة المالية فتمت من خلال التطهير المالي ومحو الديون بتدخل الخزينة العمومية، وهكذا أصبح عدد هذه المؤسسات في نهاية 1984 يبلغ 475 مؤسسة عمومية ذات طابع وطني وحوالي 1400 مؤسسة ذات طابع محلي. رغم هذه الإصلاحات إلا أن الواقع عكس غير ذالك، حيث استمرت المؤسسات العمومية تعاني من سوء التسيير ونقص المردودية وغيرها من العوائق على المستويات الإدارية والبشرية والتقنية.

هذا الوضع أدى إلى ضرورة تبني إصلاحات أكثر عمقا، فصدر قانون استقلالية المؤسسات العمومية سنة 1988، عرفت المؤسسة العمومية من خلاله بأنها "مؤسسة اقتصادية ذات شخصية معنوية ومتميزة عن الدولة، وهذه الأخيرة تعتبر مساهمة في رأسمال المؤسسة دون تسييرها". بموجب هذا القانون تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم تسير حسب أحكام القانون التجاري وتوزع بين صناديق المساهمة. هذه الصناديق وعددها ثمانية تغطي كافة مجالات الاقتصاد وظيفتها استلام الأسهم التي تصدرها الشركات العمومية بالتناسب مع رأسمالها الاجتماعي.[2]

[1] Benissad (Hocine): La réforme économique en Algérie (ou l'indicible ajustement structurel), OPU , 1991, p32.
[2] Sari (Mohamed): Algérie horizon 2020, imprimerie Elmaaref, Annaba, 2002, p32.

3-3-1-2- الإصلاحات الاقتصادية في إطار برنامج التعديل الهيكلي:

ابتداء من سنوات السبعينات شكلت المحروقات المورد الرئيسي لميزانية الدولة، وفي بداية الثمانينات شكلت 98% من الصادرات، أما الجباية البترولية بين 1974 و 1985 فشكلت ما تراوح بين 50% و 64% من موارد الدولة، مما يظهر أن تمويل برامج التنمية كان يعتمد على الريع البترولي. لكن مع انهيار أسعار البترول سنة 1986 تفاقمت المديونية الخارجية، وأدى هذا بالسلطات إلى القبول رسميا بضرورة القيام بإصلاحات هيكلية وانسحاب الدولة بشكل أكبر من النشاط الاقتصادي. الجدول التالي يبين تطور أزمة المديونية في الجزائر.

جدول رقم (11): تطور الديون الخارجية للجزائر بين 1985 و 1993

الوحدة: مليار دولار

السنة	1985	1986	1987	1988	1989	1991	1992	1993
مجموع حجم الديون الخارجية	19.8	23.7	27.8	25.8	26.8	27.9	26.7	25.7

المصدر: بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2006، ص180.

وعلى العكس من المغرب وتونس، رفضت الجزائر بعد أزمة 1986 اللجوء إلى برنامج التعديل الهيكلي تحت إشراف المؤسسات الدولية وإعادة الجدولة، حيث قامت بإصلاحات ذاتية مبنية على الإجراءات التالي:

- تخفيض الواردات الغذائية.
- تخفيض الأجور.
- تخفيض نفقات الدولة.
- تشجيع التصدير والاستثمارات الأجنبية خاصة في مجال المحروقات.
- استقلالية تسيير المؤسسات العمومية(1988).

لكن كل هذه الإصلاحات وأمام استمرار أزمة المديونية والاختلالات الداخلية والخارجية لم تجنب الجزائر إعادة جدولة ديونها واللجوء إلى المؤسسات الدولية. لقد شهدت الجزائر قبل إعادة جدولة ديونها وضعا متأزما اتسم بما يلي:[1]

- تدهور المالية العامة التي ازدادت حدتها بظهور عجز مالي للخزينة قدر بـــ9% من الناتج الداخلي الخام الأمر الذي أحدث ضغوطا، وزيادة حجم الدين العام.

[1] مخلوفي عبد السلام: "أزمة المديونية ولجوء الجزائر إلى صندوق النقد الدولي"، ورقة مقدمة إلى الملتقى الوطني الأول حول الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر، المركز الجامعي ببشار، يومي 20 و 21 أفريل 2004.

- تدهور شروط التبادل وحدوث اختلال على ميزان المدفوعات.
- نمو مفرط للكتلة النقدية قدر بـــ21.2% وبالمقابل انخفاض في حجم الإنتاج .
- وصل معدل التضخم إلى 32% و 20.8% سنتي 1992 و 1993 على التوالي.
- انخفاض الإيرادات المتأتية من الصادرات واللجوء للواردات مما أثر سلبا على ميزان المدفوعات.
- ظهور صعوبات هيكلية خاصة لقطاع الفلاحة وقطاع البناء.

وتعود أولى الاتفاقيات بين الجزائر وصندوق النقد الدولي إلى برنامج الاستعداد الائتماني الأول في ماي 1989 وجوان 1991، وهدفهما حصول الجزائر على قروض ومساعدات من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ضمن شروط أهمها: تحرير الأسعار، تجميد الأجور، تحرير التجارة الخارجية، وإلغاء عجز الميزانية. لكن مع وقوع الجزائر في حالة عدم القدرة على الدفع سنة 1994 بمديونية خارجية ازدادت بـــ8 مليار دولار مقابل خدمات الديون بـــ9.5 مليار دولار، أدى هذا الوضع إلى عقد اتفاق موسع مع صندوق النقد الدولي على مرحلتين: مرحلة التثبيت الهيكلي من 22 ماي 1994 إلى 21 ماي 1995، ومرحلة التعديل الهيكلي بين 1995 و 1998، وقد حصلت الجزائر بموجب الاتفاق الأول على 1.03 مليار دولار مقابل مواصلة تخفيض قيمة العملة الوطنية، تحرير التجارة الخارجية والأسعار الداخلية، وإعادة هيكلة المؤسسات العمومية ووضع إطار تشريعي لخوصصتها، بالإضافة إلى تطوير القطاع الخاص وانفتاح الاقتصاد على الاستثمارات الأجنبية. من النتائج التي حققها برنامج التعديل الهيكلي على مستوى التوازنات الاقتصادية الكلية:

- انخفاض معدل التضخم من 39% سنة 1994 إلى 6% سنة 1997.
- زيادة احتياطي الصرف من 1.5 مليار دولار سنة 1993 إلى 8 مليار دولار نهاية 1997.
- انخفاض نسبة خدمة الديون الخارجية من 83% سنة 1993 إلى 28% سنة 2000، وتسجيل نسبة نمو في الناتج الداخلي الخام بـــ4% سنة 1995.

3-3- 1-3- تطور برنامج الخوصصة:

شكلت خوصصة المؤسسات العمومية الاقتصادية في الجزائر موضوعا لا يزال النقاش مطروحا حوله لحد الآن. فقد عرف تطبيق برنامج الخوصصة أوضاعا صعبة اجتماعيا وغير مستقرة سياسيا، وتم التوجه تدريجيا نحو هذه الفكرة لغاية صدور القانون المؤرخ في 25 أوث 1995 والمصادق عليه من طرف المجلس الوطني الانتقالي في تلك الفترة، والذي حدد الإطار العام لخوصصة المؤسسات العمومية.

أ- الإطار التشريعي للخوصصة:

شكل الأسس التشريعية لسياسة الخوصصة في الجزائر نصان قانونيان وهما:

- الأمر 22/95 الصادر في 26 أوث 1995 الذي يحدد أهداف الخوصصة، القطاعات المعنية بها، والطرق والإجراءات الكفيلة بتحقيقها. هذا الأمر تم تعديله جزئيا في سنة 1997 ثم تمت مراجعته بالكامل في سنة 2001.
- الأمر 25/95 الصادر في 25 سبتمبر 1995 الخاص بتسيير رؤوس الأموال التجارية التابعة للدولة، حدد هذا الأمر طرق تنظيم وتسيير مساهمات الدولة في المؤسسات الاقتصادية العمومية بهدف فتحها أو التنازل عن الأصول العمومية في السوق، وعوض صناديق المساهمة بالشركات القابضة وهي شركات مساهمة ذات طابع وطني تتمتع بكامل مزايا الملكية فيما يخص الأسهم التي تملكها الدولة، عكس صناديق المساهمة التي كانت تسير هذه المساهمات بالوكالة.

لقد تميزت النصوص التي تحكم الخوصصة بإطار تشريعي واضح، إلا أنها تميزت في بعض الأحيان بالمحدودية، حيث استثنت القطاعات الإستراتيجية (المحروقات، المناجم، القطاع المالي والبنكي، والنقل الجوي والبحري). بالإضافة تمتع الدولة بـــ"حق الفيتو" لأسباب تخص المصلحة الوطنية، وهذا ما أدى إلى إجراء تعديلات على قانون 1995 من خلال الأمر 22/97 الصادر في 17 مارس 1997، وأهم التعديلات التي جاء بها هذا القانون:

- تشجيع مساهمة العمال باقتراح من البنك العالمي.
- السماح للمشترين بالتسديد الجزئي بعدما أعاق الدفع الفوري برنامج الخوصصة.
- إلغاء قيد الإبقاء على النشاط لمدة خمس سنوات على الأقل بعد الخوصصة.

وفي سنة 2001 جرى تغيير شامل لقانون الخوصصة من خلال الأمر 04/01 الصادر 20 أوث 2001 الذي يحدد تنظيم وتسيير وخوصصة المؤسسات العمومية الاقتصادية(EPE)، ومن خلاله تبنت الجزائر إستراتيجية ليبرالية رفعت جميع القيود، حيث أكد هذا الأمر أن كل الأصول الخاصة بالمؤسسات قابلة للتنازل عنها، وعهد إلى وزارة المساهمة وترقية الاستثمار(MPPI) قيادة عمليات الخوصصة، وتمارس الدولة دورها كمالك للأصول العمومية من خلال مجلس مساهمات الدولة.

ب- أهداف الخوصصة:

تشكل الخوصصة حسب السلطات الرسمية وسيلة لإعادة هيكلة الجهاز الاقتصادي الوطني وتخلي الدولة عن النشاط الاقتصادي، وهي تسمح بـــ:

- تخفيف أعباء الدولة فيما يخص تمويل وتسيير الأنشطة غير الإستراتيجية.
- زيادة القدرات التنافسية للجزائر.
- تشجيع المساهمة الشعبية ومساهمة الأجراء.
- تطوير أساليب الإدارة العصرية.
- دوام استمرار نشاط المؤسسات وزيادة تنافسيتها من خلال تخفيض التكاليف، زيادة الإنتاجية، وتحسين النوعية.
- جلب التكنلوجيات الجديدة وفتح أسواق جديدة.
- زيادة الصادرات خارج المحروقات.

ج- مجالات الخوصصة:

حدد الأمر 22/95 المؤسسات القابلة للخوصصة بتلك التي تمتلك الدولة جزء أو كل رأسمالها.[1] هذه النسبة مهما كان حجمها يمكن أن تخضع للخوصصة. وعلى غرار المغرب، حددت الجزائر الأنشطة التي تنتمي إليها هذه المؤسسات ، لكن لم تضع قائمة بأسماء المؤسسات المطروحة للخوصصة، هذه الأنشطة هي:

- الأشغال المائية.
- الفندقة والسياحة.
- التجارة والتوزيع.
- صناعة النسيج والصناعة الفلاحية والغذائية.
- صناعة التحويل في مجالات الكهرباء، الميكانيك، الإلكترونيك، الخشب، الورق، الكيمياء، الجلود واللدائن.
- النقل البري للمسافرين والبضائع.
- أنشطة الخدمات المينائية والجوية.
- الصناعات والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

أما الأمر 04/01 لسنة 2001 فأضاف إلى هذه الأنشطة كل القطاعات الأخرى وهي: القطاع المالي، التلحيم والتعدين، النقل الجوي، والنقل بالسكك الحديدية والمواصلات، ولم يستثن سوى قطاع المحروقات. فبعد النتائج السلبية للمرحلة الممتدة بين 1995 و 2000 لجأت الجزائر إلى سياسة "كل شيء قابل للخوصصة"، وهي الإرادة التي يجسدها الوزير المكلف بالخوصصة حميد طمار.

[1] في الواقع لم تكن ملكية الدولة تقل عن 50% في جميع الحالات.

د- الهيئات المتدخلة في الخوصصة:

عكس كلا من المغرب وتونس، فضلت الجزائر اللجوء إلى خيار"تعدد المتدخلين" في مجال الخوصصة بهدف ضمان مزيد من الشفافية، رغم ما يطرحه هذا الخيار من خطر تداخل الصلاحيات وثقل الإجراءات، وبالتالي التأثير سلبا على مسار الخوصصة.

ففي إطار الأمر 22/95 المتعلق بالخوصصة تم تحديد أربع هيئات هي:[1]

- هيئتان سياسيتان: الحكومة والمؤسسة المكلفة بالخوصصة.
- هيئتان تقنيتان هما: المجلس الوطني للخوصصة ولجنة مراقبة عمليات الخوصصة.

تقوم الحكومة بإعداد قائمة المؤسسات المعنية بالخوصصة والطرق الملائمة لتنفيذ العملية بناء على اقتراح المؤسسة المكلفة بالخوصصة. هذه الأخيرة تشكل حلقة وصل بين الحكومة والمجلس الوطني للخوصصة، كما تقوم بتسيير المؤسسات المطروحة للخوصصة حتى تنفيذ العملية.

أما المجلس الوطني للخوصصة فهو الهيئة المكلفة بتنفيذ البرنامج من خلال القيام بعمليات التقييم وتحديد الأسعار، اقتراح الطريقة الملائمة والقيام بالإشهار. في حين تسهر لجنة مراقبة عمليات الخوصصة على احترام القواعد والشفافية والمصادقة على تقرير التقييم والأسعار والطرق المختارة.

ونظرا لتعقد مسار اتخاذ القرار وثقل الإجراءات، جرى تغيير الهيئات المتدخلة في الخوصصة من خلال الأمر 04/01 لسنة 2001، والذي وضع الهيئات التالية:

د-1- مجلس الوزراء:

وهو الذي يتبنى إستراتيجية وبرنامج الخوصصة.

د-2- مجلس مساهمات الدولة(CPE):

على عكس المجلس الوطني للخوصصة السابق والمكون من 20 وزيرا، فإن مجلس مساهمات الدولة يرأسه رئيس الحكومة ويتكون من 08 وزراء فقط ومهامه:[2]

- تحديد الإستراتيجية الشاملة لمساهمات الدولة والخوصصة.
- تحديد وتنفيذ السياسات والبرامج الخاصة بمساهمات الدولة.
- تحديد سياسات وبرامج خوصصة المؤسسات العمومية الاقتصادية والموافقة عليها.

[1] Sadi (Nacer-Eddine): La privatisation des entreprises publiques Algérie, op.cit., p119.
[2] Ordonnance N° 01/04 du 20 Aout 2001 relative à l'organisation, la gestion, et la privatisation des entreprises publiques économiques en Algérie, p02.

- فحص ملفات الخوصصة والموافقة عليها.

د-3- الوزارة المكلفة بالمساهمات والخوصصة:

أعطى المشرع صلاحيات واسعة للوزير المكلف بالمساهمات والخوصصة، وهو مكلف بــ:[1]

- تقييم المؤسسات والأصول المطروحة للتنازل.
- دراسة واختيار العروض وإعداد تقرير مفصل حول العروض المختارة.
- الحفاظ على سرية المعلومات ووضع الإجراءات الكفيلة بتحقيق ذلك.
- إرسال ملف التنازل إلى لجنة مراقبة عمليات الخوصصة.

د-4- لجنة مراقبة عمليات الخوصصة(CCOP):

وهي هيئة تحت سلطة رئيس الحكومة تسهر على مدى مطابقة الإجراءات التقنية (التقييم، طلبات العروض...) وشفافية الإجراءات.

د-5- شركات تسيير مساهمات الدولة(SGP):

حلت هذه الشركات محل الشركات القابضة، وهي شركات ذات أسهم تقوم ولحساب الدولة بتسيير القيم المنقولة التي تحوز عليها في المؤسسات العمومية الاقتصادية، عددها 28 وكل شركة تحوز على محفظة من المؤسسات لتسييرها.[2] وعلى عكس الشركات القابضة فإن شركات تسيير المساهمة لا تتمتع بكامل مزايا الملكية.

هـ- طرق الخوصصة:

يتم اختيار طريقة الخوصصة حسب المحيط الذي تنشط فيه المؤسسة، ويمكن أن تأخذ أحد الأشكال التالية:

- طلب العروض.
- عن طريق السوق المالية (الدخول إلى البورصة أو العرض العام للبيع بالسعر الثابت).
- البيع بالتراضي بعد موافقة مجلس مساهمات الدولة.
- عقود التسيير، الإيجار والامتياز.

ومن أجل تشجيع المساهمة الشعبية، يستفيد العمال من الحصول مجانا على 10% على الأكثر من رأسمال المؤسسة المعنية وتخفيض بــ15% عن سعر التنازل، بالإضافة إلى حق الشفعة عند رغبتهم في استعادة المؤسسة. ويمكنهم

[1] Ordonnance N° 01/04 du 20 Aout 2001 relative à l’organisation, la gestion, et la privatisation des entreprises publiques économiques en Algérie, p02.

[2] Site web : http://www.mipi.dz, (07/02/2008).

الانتظام في شخصية معنوية، وللمساهمة في تطوير السوق المالية يمكن تقسيم الأسهم إلى أسهم اسمية في متناول الجمهور الواسع.

وعلى العكس من المغرب وتونس الذين استثنيا عقود التسيير والإيجار والامتياز من طرق الخوصصة[1]، فإن الجزائر رغم أنها لم تستعمل طرق الإيجار والامتياز إلا مؤخرا وفي نطاق محدود، إلا أن عقود التسيير تم اللجوء إليها بشكل واسع منذ صدور قانون الخوصصة سنة 1995.

و- النتائج العامة للخوصصة:

ترتبط دراسة نتائج الخوصصة في الجزائر كثيرا بالطرق المتبعة في تحقيق هذه الإستراتيجية، ذلك أن الجزائر لجأت بشكل واسع إلى طرق للخوصصة لا تؤدي بالضرورة إلى تحويل للملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص.

و-1- نتائج الخوصصة حسب المفهوم الضيق:

حسب هذا المفهوم، تقتصر الخوصصة على العمليات التي تؤدي إلى تحويل الملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص. الجدول التالي يوضح المؤسسات المخوصصة منذ سنة 1995.

جدول رقم(12): المؤسسات التي تمت خوصصتها في الجزائر بين 1995 و2003 حسب المفهوم الضيق للخوصصة

المؤسسات التي تمت خوصصتها	مجال النشاط	نسبة رأس المال الاجتماعي المتنازل عنه	الطريقة المستعملة
فندق الأوراسي	السياحة	%20	الدخول إلى البورصة
صيدال	الكيمياء الصيدلية	%20	الدخول إلى البورصة
الرياض–سطيف	الصناعة الغذائية	%20	الدخول إلى البورصة
سيدار–الحجار	الحديد والصلب	%70	فتح رأس المال الاجتماعي لصالح الشركة الهندية LNM-ISPAT
المؤسسة الوطنية لمواد التنظيف(ENAD)	مواد التنظيف	%60	فتح رأس المال الاجتماعي لصالح الشركة الألمانية Heinkel

Source : Sadi (Nacer-Eddine): La privatisation des entreprises publiques Algérie, op.cit., p189.

[1] لجأت تونس في السنوات الأخيرة إلى عقود التسيير بشكل محدود جدا ويسمى "اللزمة".

و-2- حسب المفهوم الموسع:

يدخل هنا في مفهوم الخوصصة الطرق الأخرى التي لا تؤدي إلى تحويل الملكية ومنها: التصفية، عقود التسيير، الامتياز، عقود الشراكة...الخ. خلال الفترة السابقة (1995-2003) جرت عدة عمليات للخوصصة أهمها :

- تصفية حوالي 1200 مؤسسة عمومية ذات طابع وطني ومحلي، وفي أغلب الأحيان تم بيع الأصول إلى شركات عمومية أخرى أو للعمال.
- مست عقود التسيير حوالي 1800 مؤسسة عمومية أصبحت تخضع لقواعد المنافسة والربحية، في حين تطورت عقود الامتياز في مجال المناجم وعقود الشراكة في مجال المحروقات من خلال الشراكة بين سوناطراك والشركات الأجنبية.

أما نتائج الخوصصة منذ سنة 2003 فيوضحها الجدول التالي:

جدول رقم(13): حصيلة الخوصصة بين 2003 و 2007 في الجزائر حسب المفهوم الموسع للخوصصة

عدد العمليات	2003	2004	2005	2006	2007	المجموع
خوصصة كلية	5	7	50	62	68	192
خوصصة جزئية (> 50%)	1	2	11	12	7	33
خوصصة جزئية(< 50%)	0	3	1	1	6	11
التنازل عن الأصول للعمال	8	23	29	9	0	69
الشراكة	4	10	4	2	9	29
التنازل عن الأصول لمتعاملين خواص	2	13	18	30	20	83
المجموع	20	58	113	116	110	417

المصدر: وزارة الصناعة وترقية الاستثمار،حصيلة الخوصصة بين 2003 و 2007

http://www.mipi.dz, (07/02/2008)

ويمكن القول أن الخوصصة بمعنى تحويل الملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص منيت بفشل ذريع في الجزائر، و لم تتعد مرحلة الانطلاق، وذلك بسبب مجموعة من العوائق السياسية، الإيديولوجية، الاقتصادية والاجتماعية.

ز- معيقات الخوصصة في الجزائر:

بالرغم من اعتبار الخوصصة خيارا واضحا في إطار إعادة هيكلة الاقتصاد الوطني، وبالرغم من إنشاء وزارات ومجالس لهذا الغرض فإن هناك مجموعة من المعوقات تحول دون تنفيذ هذه الإستراتيجية بما تحمله من معنى التحول من القطاع العام إلى القطاع الخاص، وأهم هذه المعوقات:

ز-1- المعوقات الاقتصادية: أهمها:

- الوضعية الهشة للمؤسسات العمومية اقتصاديا، فهي مؤسسات ملتهمة للميزانية (entreprises budgétivores) بسبب التداخل بين السياسات وبين غياب الاهتمام بالمردودية. هذه الوضعية تترجم بأعباء استغلال متزايدة وعجز استغلالي دائم، مما يفرض تدخل الدولة عبر المساهمات المالية المختلفة: إعانات الاستغلال، إعانات التجهيز، الضمانات المالية، السماح بالسحب على المكشوف...الخ. كما أن هذه المؤسسات تتميز بالتعداد الكبير في الموارد البشرية وسوء تسييرها، الشيء الذي أدى إلى نشوء ما يسمى بالتداخل الثرواتي الجديد (néo-patrimonialisme) من خلال الخلط بين الممتلكات العمومية والممتلكات الخاصة، واستعمال وسائل وموارد الإنتاج لأغراض شخصية.
- قلة المستثمرين المحليين وضعف إمكانياتهم المالية، وفي أغلب الأحيان يتردد المستثمرون المحتملون بسبب أهمية الوسائل التي يجب تعبئتها لنشاط المؤسسات المطروحة للخوصصة خاصة تلك التي مسها سوء التسيير كثيرا. أما الاستثمار الأجنبي ورغم صدور قانون الاستثمار منذ سنة 1993 إلا أن حضوره مازال محتشما ما عدا في قطاع المحروقات، وربما يعود ذلك إلى الأزمة الأمنية التي مرت بها البلاد.
- ضعف مستوى تطور النظام البنكي الذي يعتبر غير قادر على توفير السيولة المالية الكافية لتغطية الطلب على القروض من طرف المستثمرين.
- غياب سوق مالية متطورة تعمل على إيجاد حلول بديلة للتمويل، كما يمكن أن تساهم في حل مشكلة التقييم الدقيق للمؤسسات المطروحة للخوصصة أمام ضعف الخبرة المحلية في هذا المجال.

ز-2- المعوقات السياسية والإيديولوجية: وأهمها:

- عدم استقرار الحكومات، فتغير الوزارة المكلفة بتنفيذ الخوصصة منذ التسعينات أدى إلى غياب نظرة شاملة وموحدة حول هذه الإستراتيجية.
- لجوء الجزائر إلى خيار تعدد المتخلين في مجال الخوصصة (مجلس مساهمات الدولة، وزارة الصناعة وترقية الاستثمار، لجنة مراقبة عمليات الخوصصة، شركات تسيير مساهمات الدولة) بهدف ضمان مزيد من الشفافية، إلا أن هذا الخيار أدى إلى التداخل الكبير في الصلاحيات بين هذه الهيئات، وهو ما أدى بدوره إلى البطء الشديد في تنفيذ عمليات الخوصصة.
- المعارضة الشديدة من طرف الطبقات والأحزاب السياسية، العمال، النقابات، والرأي العام.

- الإرث التاريخي للجزائر، فبناء مجتمع اشتراكي رسخ في الذاكرة الجماعية أن المؤسسة العمومية ملك للمجتمع.

ز-3- المعيقات التنظيمية والقانونية:

أثبتت الممارسات الميدانية ضرورة مراجعة بعض المفاهيم والتصورات. فالإطار التشريعي مازال لصالح الاحتكار، وهناك انعدام شبه تام للتشريعات التي تحكم نشاط القطاع الخاص مما يطرح مشاكل الاقتصاد الموازي وحجمه. كما أن قانون الخوصصة تعتبر بنوده بطيئة، فعملية شراء المستثمر لوحدة صناعية أو تجارية معينة قد تدوم لأكثر من سنة، في حين لا تستغرق في أغلب البلدان أكثر من 06 أشهر.

ز-4- المعيقات الاجتماعية والثقافية:

- ضعف التشاور بين السلطات والشريك الاجتماعي (النقابات والعمال).
- غياب ثقافة المخاطرة ساهم في احتكار القطاع العام وتراجع دور القطاع الخاص في التنمية الاقتصادية.

3-3-2- بورصة الجزائر ومساهمتها في خوصصة المؤسسات العمومية:

تعتبر بورصة الجزائر حديثة النشأة مقارنة مع نظيرتيها في المغرب وتونس، فبورصة الدار البيضاء يرجع تأسيسها إلى ما قبل حصول المغرب على الاستقلال، أما بورصة تونس فقد أنشئت سنة 1969، في حين لم تبدأ بورصة الجزائر في أداء وظائفها إلا سنة 1998.

3-3-2-1- لمحة تاريخية عن بورصة الجزائر:

جاءت فكرة إنشاء بورصة للأوراق المالية في الجزائر في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها عام 1987 ودخلت حيز التطبيق عام 1988، وفي نفس السنة صدرت عدة قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة. حيث تم تقسيم رأس المال الاجتماعي الخاص بالمؤسسات العمومية والذي يمثل حق الملكية لعدد من الأسهم توزع ما بين صناديق المساهمة، وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم (SPA) تسير حسب أحكام القانون التجاري.[1] ومن غير الممكن تصور نظام لشركات المساهمة دون إنشاء سوق مالية يتم فيها تداول الأوراق المالية لهذه الشركات، فقامت صناديق المساهمة الثمانية بتأسيس "شركة القيم المنقولة" سنة 1990 برأسمال اجتماعي قدر بـــ320000دج بغرض تنظيم مبادلات القيم المنقولة. وفي سنة 1991 صدر المرسوم التنفيذي رقم 91-169 الذي ينظم العمليات على القيم المنقولة، والمرسوم التنفيذي رقم 91-170 الذي يحدد أنواع القيم المنقولة وشروط إصدار شركات المساهمة لها.

[1] شمعون شمعون: البورصة –بورصة الجزائر–، دار هومة، 2005، ص78.

أمام المشاكل التي تعرضت لها شركة القيم المنقولة خاصة عدم كفاية رأسمالها الاجتماعي وعدم وضوح مهامها، تم رفع رأسمالها إلى 9320000دج وغير نظامها التأسيسي، وابتداء من سنة 1992 أصبحت تسمى "بورصة القيم المنقولة". لكن بالرغم من كل ذلك لم تنطلق البورصة في أداء وظائفها بسبب مجموعة من العوائق أهمها:

- المحيط الاقتصادي السائد، فالشركات المعنية بالدخول إلى البورصة لم تحضر نفسها بعد.
- غياب المتخصصين في هذا المجال وغياب الوسطاء الماليين.
- وضعية المؤسسات العمومية الاقتصادية التي لا تفي بشروط التعامل داخل هذه السوق. فأغلبية الشركات الهامة هي شركات عمومية وأسهمها لا يمكن أن تقتنيها إلا صناديق المساهمة، بمعنى آخر انتقال ملكية الأسهم يتم من صندوق إلى آخر أي بطريقة إدارية.[1]

وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المنقولة سنة 1993 من خلال المرسوم رقم 93-08 الذي بموجبه تخضع المؤسسات العمومية لقواعد القانون التجاري بما في ذلك إمكانية شهر إفلاسها، والمرسوم 93-10 المتعلق ببورصة القيم حيث منحها اسم "بورصة الجزائر".

3-3- 2-2- هياكل بورصة الجزائر:

بدأت بورصة الجزائر في أداء مهامها سنة 1998 وتتكون من ثلاث هيئات:

أ- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة(COSOB):

هي الهيئة التي تشرف على سوق القيم المنقولة وتديرها، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية والإدارية، وقد أنشئت سنة 1993 بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة. لكن لم يتم تنصيب هذه اللجنة إلا سنة 1996، ومهامها:[2]

- حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة من خلال تسليم تأشيرة على المذكرة الإعلامية التي يعدها كل مصدر يلجأ للادخار علنا عند إصداره قيما منقولة، عند إدخال سندات في البورصة، أو عند عملية عرض عمومي.
- ضمان السير الحسن للسوق وشفافيتها من خلال رقابة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة، وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، والمؤتمن المركزي للسندات وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة. وتقوم هذه اللجنة بوضع شروط قبول القيم المنقولة في البورصة وقواعد المهنة المطبقة على الوسطاء، بالإضافة إلى القواعد التي تحكم العروض العامة وإدارة المحافظ المالية.

---

[1] شمعون شمعون: البورصة –بورصة الجزائر–، دار هومة، 2005، ص80.

[2] لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: الاستعلام عن تنظيم اللجنة ومهامها وصلاحياتها، 2004، ص02-03.

ب- شركة تسيير بورصة القيم(SGBV):

أنشئت في ماي 1995، وهي شركة ذات أسهم والمساهمون فيها هم الوسطاء المعتمدون، وظائفها هي:[1]

- التنظيم العملي لعمليات الدخول الخاصة بالقيم المنقولة المقبولة.
- التنظيم المادي لجلسات التفاوض.
- تسجيل عمليات التفاوض.
- تنظيم عمليات المقاصة الخاصة بالتعاملات في القيم المنقولة.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمبادلات.
- وضع نشرة رسمية للتسعيرة.

ج- المؤتمن المركزي على السندات:

المؤتمن المركزي شركة ذات أسهم، المساهمون فيها هم الوسطاء المعتمدون والشركات المصدرة للقيم المنقولة، بالإضافة إلى شركة تسيير بورصة القيم، حيث المساهمة الدنيا في رأسمال الشركة محددة بمليوني (2) دينار.[2] وظائف هذا المؤتمن هي:

- فتح وإدارة حسابات جارية للأوراق المالية لصالح ماسكي الحسابات بما يسهل توصيلها بين الوسطاء من خلال القيام بتحويلات من حساب إلى حساب.
- تنفيذ العمليات التي تقررها الشركات المصدرة على الأوراق المالية مثل توزيع أرباح الأسهم ورفع رأس المال.

3-3- 2-3-شروط قبول الشركات في التسعيرة الرسمية للبورصة:

تخضع الشركات التي يمكن قبول قيمها المنقولة في التسعيرة الرسمية للبورصة إلى مجموعة من الشروط تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وهي:[3]

- يجب أن يكون لديها رأسمال يساوي 100000000دج على الأقل.
- يجب أن تقوم بنشر عدد من الأوراق يمثل 20% على الأقل من رأسمالها الإجمالي للجمهور.
- يجب أن تقوم بنشر أوضاعها المالية المصادق عليها لسنتين سابقتين للسنة التي قدمت خلالها طلب القبول.
- يجب أن تقدم مذكرة إعلامية مصادق عليها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة(COCOB).
- يجب أن تكون قد حققت ربحا خلال نشاط السنة المالية السابقة للطلب.

[1] COSOB: Guide de fonctionnement de la bourse, 2004, p02.

[2] لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: الاستعلام عن المؤتمن المركزي على السندات، 2004، ص03.

[3] أحمد بوراس: أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص150.

- إذا كانت الشركة تنوي التوقف أو التخلي عن بعض عناصر الأصول قبل دخولها في البورصة، فإنه يتعين عليها إعلام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بذلك.
- يجب أن تقدم تقريرا يتضمن تقييما لأصولها معدا من طرف أحد أعضاء هيئة المحاسبين المعتمدين في الجزائر، على أن لا يكون هو نفسه محافظ حسابات الشركة.
- يتعين على الشركة الطالبة لقبول قيمها تبرير وتوضيح وجود هيكل وبنية المراجعة الداخلية، ويجب أن تكون هذه البنية موضوع تقدير وملاحظة من طرف محافظ الحسابات في تقريره حول المراقبة الداخلية للشركة.

3-3- 2-4- عمليات الخوصصة التي تمت عن طريق بورصة الجزائر:

في إطار تطبيق برنامج الخوصصة الجزئية للمؤسسات العمومية المقررة من طرف مجلس مساهمات الدولة (CPE)، قامت المؤسسة الجهوية للصناعات الغذائية ومشتقاتها لسطيف (الرياض-سطيف)[1] باللجوء العلني للادخار بعد أن تحصلت بتاريخ 1998/10/15 على التأشيرة رقم 98-03 للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة. في حين قام كل من المجمع الصيدلاني "صيدال"[2] وشركة التسيير الفندقي "الأوراسي"[3] بعرض عمومي للبيع بعد حصولهما خلال نفس السنة على التأشيرتين رقم 98-04 و 98-05 على التوالي. الجدول التالي يوضح بعض التفاصيل الخاصة بهذه العمليات.

جدول رقم (14): خصائص عمليات الخوصصة التي تمت عن طريق بورصة الجزائر

	الرياض-سطيف	صيدال	الأوراسي
رأس المال الاجتماعي	5000000000	2500000000	1500000000
طبيعة العملية	الزيادة في رأس المال الاجتماعي (20% من رأس المال الاجتماعي بعد الزيادة)	عرض عمومي للبيع بالسعر الثابت (20% من رأس المال الاجتماعي)	عرض عمومي للبيع بالسعر الثابت (20% من رأس المال الاجتماعي)
عدد الأسهم المباعة	1000000 سهم بسعر 2300دج للسهم الواحد	2000000 سهم بسعر 800دج للسهم الواحد	1200000سهم بسعر 400دج للسهم الواحد
القيمة الاسمية للسهم	1000دج	250دج	250دج
تاريخ الدخول إلى البورصة	1999/07/17	1999/07/17	2000/01/20

المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات التي تنشرها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

http://www.cosob.com.dz , (18/12/2007).

[1] Enterprise Régionale d'Industrie Alimentaire et Drivées ERIAD-Sétif.
[2] Groupe pharmaceutique SAIDAL.
[3] Entreprise de gestion hôtelière EL-Aurassi.

ورغم أن هذه العمليات تمت بنجاح، إلا أنه لم تسجل أية عملية للخوصصة عن طريق بورصة الجزائر منذ سنة 2000. كما كشفت هذه التجربة القصيرة عن مجموعة من الإختلالات عقدت الوضع، سواء بالنسبة للشركات المسعرة أو الحائزين الجدد على الأسهم. من هذه الإختلالات يمكن أن نذكر:

- سوء تنظيم المعاملات من طرف البورصة خاصة من خلال إعداد شهادات الأسهم عرقل دور الشركات المسعرة نفسها في ضمان تسيير هذه المعاملات. فبعض المساهمين لم يستلمو شهادات الأسهم الخاصة بهم إلا في سنة 2003.[1]
- فشل بورصة الجزائر ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في توعية وإعلام الحائزين الجدد على الأسهم فيما يخص التنظيم العام للبورصة أدى بالشركات المسعرة إلى القيام بنشر النصوص التنظيمية والمعلومات الأخرى التي تهدف إلى توضيح الحقوق والواجبات الخاصة بكل طرف.
- تعرقل عمليات الدفع الخاصة بالتوزيعات والتي تقوم بها البنوك رغم وجود اتفاقات في هذا الشأن بين البنوك والشركات المسعرة. إضافة إلى فرض عمولة بـــ12% على كل عملية دفع، مما أدى بالشركات المسعرة إلى القيام بهذه العمليات بطريقة مباشرة.

كما ساهم غياب سوق ثانوية متطورة يتم فيها تداول الأوراق المالية بشكل كبير في إحجام الجمهور عن الاستثمار في الأوراق المالية، هذه الوضعية المتدهورة يعكسها الانخفاض المستمر في أسعار الأوراق المالية المدرجة في البورصة. أما شركة "الرياض-سطيف" فقد قامت بإجراء عرض عمومي للانسحاب من البورصة، وفي 2006/12/06 تم شطبها من التسعيرة الرسمية ليقتصر عدد الشركات المدرجة في البورصة على شركتين فقط. الجدول التالي يوضح تطور أسعار الأوراق المالية منذ إدراجها في البورصة.

جدول رقم(15): تطور أسعار الأوراق المالية للشركات المدرجة في بورصة الجزائر عن طريق الخوصصة

	سعر الإدخال	أسعار 2003	أسعار 2005	أسعار 2007
الأوراسي	400	270-250	300-265	415-385
صيدال	800	470-380	360-345	400-400
الرياض-سطيف	2300	1050-945	-	-

المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على:

- COSOB, rapports annuels 2004 et 2005.
- Archive des séances de bourse, http://www.cosob.com, (12/02/2008).

[1] Sadi (Nacer-Eddine): La privatisation des entreprises publiques Algérie, op.cit., p325.

ورغم تحسن أسعار الأوراق المالية لـــ"الأوراسي" في سنة 2007 خاصة بفعل تحسن أداء هذه المؤسسة، حيث ارتفع رقم الأعمال الإجمالي المحقق من طرف فندق الأوراسي في 30 جوان 2007 إلى 967 مليون دينار مقابل 892.7 مليون دينار في الثلاثي الأول لسنة 2006، أي بزيادة قدرها 8.3%.[1] إلا أن الاتجاه العام لهذه الأسعار هو الانخفاض المستمر عن مستويات أسعار الإدخال، مما دفع بـــ"الرياض-سطيف" إلى الانسحاب من التسعيرة الرسمية. أما الأوراق المالية لـــ"صيدال" فلم تتم عليها مبادلات خلال سنة 2007 إلا في شهر ديسمبر.

5-2-3-3- معوقات بورصة الجزائر:

يرى الخبراء أن الجزائر قادرة على إنشاء بورصة تتماشى مع المتطلبات الاقتصادية المعاصرة، وعلى الرغم من ذلك ثمة مجموعة من العوائق لا تزال تعيق تطوير البورصة وأداء المهام التي أنشئت مت أجلها، وأهم هذه العقبات:

أ- العقبات الاقتصادية:

إن المحيط الاقتصادي الذي عرفته السوق المالية أعاق السير الحسن لهذه السوق، ويتجلى ذلك من خلال:

- الوضعية التي عايشتها المؤسسات العمومية والاختلالات التي عرفتها جعلت منها مؤسسات غير ناجعة، مما عرقل عملية خوصصتها عن طريق السوق المالية التي تشمل عادة المؤسسات الناجحة، كما أن ذلك شرط ضروري لنجاح هذه العمليات.
- عدم رغبة المؤسسات الخاصة في التعامل داخل هذه السوق من خلال محافظتها على شكلها التأسيسي في شكل شركات ذات مسؤولية محدودة. كما أن توفير حاجات التمويل عن طريق البنوك لهذه المؤسسات يجعلها في استغناء عن السوق المالية.
- مطالبة المؤسسات بتقديم الوثائق المحاسبية بصفة دورية ومستمرة إلى مصلحة الضرائب تبين فيها العمليات المالية خلال فترة زمنية معينة، وعدم تنظيم مهنة الضرائب في الجزائر يؤدي إلى تهرب المؤسسات من الضريبة والإقبال على استثمار المدخرات لا يستقطب اهتمام الأفراد بسبب ارتفاع الضرائب على أرباح الشركات وبالتالي ضعف مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية.
- السوق الموازية التي تستقطب كلا من المؤسسات والعائلات، فالمؤسسات تلجأ إليها لما تتيحه من عوائد غير معلن عنها لدى المصالح الجبائية، والعائلات تحصل من خلالها على منتوجات نادرة. فالسوق الموازية تمتص جزءا كبيرا من مداخيل الأفراد وتصرفهم عن الاستثمار في الأوراق المالية.

[1] Stratégica, revue mensuelle de business et de finance, N° 36, octobre 2007, p16.

- تدهور قيمة العملة الوطنية بشكل كبير أدى إلى تدهور القدرة الشرائية للعائلات الجزائرية والتي تعتبر من أهم موارد البورصة.

ب- العقبات السياسية:

من المعروف أن بورصة الجزائر افتتحت في ظروف سياسية غير مستقرة مما ساهم في عرقلة نشاطها. فالمستثمر يبحث دائما عن الأمان والمردودية بالدرجة الأولى، وهو ما يتطلب محيطا يتميز بالاستقرار السياسي.

ج- العقبات الاجتماعية والثقافية:

تعتبر ثقافة البورصة مهمة من أجل قيام سوق مالية متطورة، فغياب هذه الثقافة لدى الأفراد يؤدي إلى توجيه مدخراتهم نحو التوظيفات البنكية أو اكتنازها، وقد أدى التأخر في إنشاء بورصة الجزائر بالإضافة إلى النقص الإعلامي في هذا المجال جعل أغلبية الفئات الاجتماعية تجهل أهمية هذه السوق في الاقتصاد الوطني، والمصلحة الممكن تحقيقها من وراء التعامل فيها. وحتى المؤسسات التي تعودت على القروض البنكية تفتقر إلى ثقافة البورصة والمزايا التي توفرها هذه الأخيرة.

د- العامل القانوني:

أغلبية المؤسسات الخاصة في الجزائر هي شركات ذات مسؤولية محدودة (SARL) أو شركات الأشخاص (SNC)، بينما لوائح البورصة لا تتيح الدخول إلى البورصة إلا لشركات المساهمة. فسيطرة هذا النمط من الشركات يعرقل السير الحسن للبورصة.

3-3-2-6- خصائص أسواق الأوراق المالية المغاربية:

على المستوى الجهوي يمكن القول أنه على العكس من الجزائر فإن البورصة في كل من المغرب وتونس تبدو أكثر تطورا وتساهم في تمويل حقيقي للاقتصاد خاصة بالنسبة للمغرب. ففي سنة 2007 بلغت رسملة بورصة الدار البيضاء حوالي 75.5 مليار دولار أمريكي أي ما يمثل نسبة 104% من الناتج الداخلي الخام لهذا البلد خلال نفس السنة. أما رسملة بورصة تونس التي بلغت 5.3 مليار دولار فشكلت 15.4% من الناتج الداخلي الخام لهذا البلد، في حين لم تتعد رسملة بورصة الجزائر التي بلغت 97.2 مليون دولار ما نسبته 0.072% من الناتج الداخلي الخام.[1]

[1] بلغ الناتج الداخلي الخام في كل من المغرب، تونس والجزائر خلال سنة 2007: 72.7 مليار دولار، 34.5 مليار دولار، و135 مليار دولار على الترتيب.

بالإضافة إلى ذلك تحسن أداء الشركات المدرجة في كل من بورصتي الدار البيضاء وتونس خلال السنوات الأخيرة، ففي سنة 2007 ارتفع المؤشر العام لبورصة الدار البيضاء (MASI Index) بـــ33.9%، في حين ارتفع المؤشر العام لبورصة تونس(BVMT Index) بـــ21.1% خلال نفس السنة.

رغم ذلك تبقى البورصات المغاربية بصفة عامة تواجه متاعب كثيرة تحول دون تحقيق تطلعات التنمية في هذه الدول. حيث ينظر لهذه المعوقات كأساس لبحث تطوير هذه الأسواق. الجدول التالي يوضح أهم المؤشرات المتعلقة بالبورصات المغاربية وبعض البورصات العربية خلال سنة 2007.

جدول رقم (16): أهم المؤشرات المتعلقة بالبورصات المغاربية وبعض البورصات العربية خلال سنة 2007

	بورصة الدار البيضاء	بورصة تونس	بورصة الجزائر	بورصة عمان	سوق الكويت للأوراق المالية	سوق الأسهم السعودي	بورصتا القاهرة والإسكندرية	سوق مسقط للأوراق المالية
عدد الشركات المدرجة	73	51	02	245	196	111	435	125
رسملة البورصة (مليون دولار)	75494	5338	97.2	41232	135362	518984	138828	23086
أحجام التداول(مليون دولار)	22009	726	0.206	17424	130896	682287	64772	5210
عدد الأسهم المتداولة (مليون)	262	69.7	0.035	4479	70417	57886	15752	2741
عدد أيام التداول	251	250	105	247	247	248	251	248
متوسط التداول اليومي	87.7	2.9	0.00196	70.5	529.9	2751	258	21
معدل دوران السهم (%)	29.8	14	0.218	42.3	100	131.4	47.3	22.6
مضاعف السعر إلى العائد(PER)	33.8	16.2	5.3	28.0	-	23.2	-	14.7

المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، 2007، عدد 52.

وبصفة عامة يمكن القول أن الأسواق المالية المغاربية تتميز بمجموعة من الخصائص أهمها:

أ- عدد الشركات المدرجة ضعيف نسبيا:

تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة، فكلما زاد عدد المؤسسات المدرجة كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح. وهذا العامل يؤثر بشكل كبير على المتغيرات الأخرى خاصة رسملة البورصة التي ترتفع كلما زاد عدد وحجم الشركات المدرجة.

ورغم أن عدد الشركات المدرجة في بورصتي الدار البيضاء وتونس ازداد بشكل واضح منذ التسعينات والذي بلغ 73 و 51 على التوالي في نهاية سنة 2007، إلا أن هذا العدد يبقى ضعيفا مقارنة مع بورصات عربية أخرى خاصة بالنسبة لبورصتي القاهرة والإسكندرية (435 شركة)، أما عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر فلا يتعدى الشركتين. وبشكل عام يبلغ متوسط عدد الشركات المدرجة في البورصة 300 شركة في بورصات الأسواق الناشئة و750 شركة في البورصات المتقدمة.[1] هذا الضعف في عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية المغاربية يعود بشكل رئيسي إلى:

- أغلب المؤسسات في هذه الدول صغيرة الحجم وذات طابع عائلي يفضل أصحابها اللجوء إلى التمويلات المصرفية. هذه الوضعية تعكس عدم رغبة رؤساء المؤسسات في تقاسم السلطة مع مساهمين آخرين.
- رفض كشف الوضعية الحقيقية للمؤسسات أمام الجمهور سواء بسبب العوامل الثقافية أو بسبب غياب الشفافية في التسيير. فلوائح البورصات تشترط على المؤسسات نشر أوضاعها وعملياتها المالية بشكل دوري، في حين أن مهنة الضرائب غير منظمة بما فيه الكفاية وتعاني من نقص كمية ونوعية المعلومات بسبب التهرب الضريبي.
- أغلب الوسطاء المعتمدين في هذه البورصات من البنوك وفروعها، وهي مؤسسات تميل إلى الاستثمار في الأوراق المالية لحسابها الخاص مما عطل وظيفة الوساطة المالية وبالتالي عرقلة تطور السوق المالية.
- نقص التسويق في البورصات المغاربية والذي يهدف خاصة إلى إبراز مزايا التسعيرة في البورصة.

ب- نقص السيولة في السوق:

من أهم وظائف السوق المالية توفير السيولة التي تساعد على جلب المستثمرين، ويمكن رصد ما تتميز به البورصات المغاربية من ضعف في السيولة من خلال انخفاض أحجام التداول السنوية واليومية وانخفاض معدل دوران

[1] محمد براق: "السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي"، الندوة العلمية الدولية حول التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية–الأوروبية، جامعة سطيف، 08-09 ماي 2004.

السهم خاصة بالنسبة لبورصة تونس. أما أحجام التداول في بورصة الجزائر فهي ضعيفة جدا بسبب النقص الكبير لعدد الشركات المدرجة واقتصار أيام التداول على يومين في الأسبوع.

ج- ارتفاع تركيز رسملة البورصة والمبادلات:

بلغت رسملة أكبر عشر شركات مدرجة في بورصة تونس 65% من الرسملة الإجمالية للبورصة في 31 ديسمبر 2006. أما عن التوزيع القطاعي لهذه الرسملة فقد استحوذ القطاع البنكي والمالي عل 60% منها. في نفس التاريخ بلغت رسملة أكبر عشر شركات في بورصة الدار البيضاء 76% من إجمالي رسملة البورصة، وقد استحوذ قطاع الاتصالات على 27.29% من هذه الرسملة متبوعا بالقطاع البنكي بنسبة 25.44%. أما في الجزائر ورغم الانخفاض الكبير لحجم المبادلات إلا أنها تتركز على الأوراق المالية لفندق الأوراسي.

د- ارتباط تفعيل السوق المالية ببرامج الخوصصة:

لعبت الخوصصة دورا محوريا في تطوير بورصة الدار البيضاء منذ سنة 1993، فرغم أن عمليات الخوصصة التي جرت في هذا البلد أقل مما هو في تونس وشملت عددا أقل من المؤسسات، إلا أن عدد العمليات والمداخيل المحصلة من الخوصصة عن طريق بورصة الدار البيضاء كانت أكبر، وهو ما يفسر كون هذه البورصة تحتل المرتبة الأولى على المستوى المغاربي، حيث ساهمت الخوصصة في زيادة عدد الشركات المدرجة في البورصة، وقد شملت مؤسسات كبيرة الحجم وناجحة (مثل شركة اتصالات المغرب IAM وشركة تكرير النفط (SAMIR) ساهمت بشكل كبير في رفع رسملة البورصة ، كما ساهمت في رفع أحجام التداول بشكل كبير. أما في تونس فقد اقتصرت عمليات الخوصصة عن طريق البورصة على الفترة بين 1994 و 1995 والفترة بين 1999 و 2001 إلا أن تأثيرها على أهم متغيرات البورصة خلال هذه الفترة كان واضحا. في حين أن كلا من برنامج الخوصصة والسوق المالية في الجزائر مازال في مرحلة الانطلاق.

وفي ظل سيطرة القطاع العائلي على المؤسسات الخاصة وترددها في اللجوء إلى الأسواق المالية للحصول على مصادر تمويل إضافية، ساهمت عمليات الخوصصة الناجحة في بورصتي الدار البيضاء وتونس في زيادة عمق واتساع السوق المالية، مما شكل دافعا قويا لمؤسسات القطاع الخاص للجوء إلى التمويل المباشر.

هـ- خصائص أخرى:

بالإضافة إلى هذه الخصائص، يمكن إضافة مجموعة من المميزات والعقبات الأخرى التي تعيق تطور أسواق الأوراق المالية المغاربية ومنها:

- عدم تنوع فرص الاستثمار بسبب عدم تنوع الأدوات المالية من جهة ونقص عدد الشركات المدرجة وتفاوتها فيما بينها من جهة أخرى.
- التغير الكبير في أسعار الأوراق المالية، حيث تتميز هذه الأسعار بالتذبذب الكبير في بورصتي الدار البيضاء وتونس، في حين تميل إلى الانخفاض المستمر في بورصة الجزائر.
- انخفاض معدلات الادخار في السوق المالية بسبب ضعف الادخار الفردي وغياب ثقافة البورصة لدى الأفراد ساهم بشكل كبير في نقص الطلب على الأوراق المالية في هذه الأسواق.

وعلى سبيل الخلاصة لهذا الفصل، يمكن القول أن المغرب بدأ في تطبيق سياسة الخوصصة سنة 1993 في إطار برنامج التعديل الهيكلي، وقد حدد القانون رقم 39-89 المتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية كلا من أهداف الخوصصة، مجالاتها، الهيئات المتدخلة فيها وطرق تنفيذها. فكانت الخوصصة عن طريق بورصة الدار البيضاء إحدى هذه الطرق، وتمكن المغرب من خلالها من تحصيل 19.2% من مداخيل الخوصصة بين 1993 و 2007 التي بلغت 86896.7 مليون درهم، ورغم أن برنامج الخوصصة في هذا البلد مازال لم يحقق الأهداف المرجوة منه، وحصيلة الخوصصة عن طريق البورصة مازالت متواضعة إلا أن العمليات التي تمت من خلالها عرفت نجاحا كبيرا وساهمت في التأثير على أهم متغيرات البورصة خلال نفس الفترة. وفي تونس تم الشروع في تنفيذ الخوصصة في إطار قانون فيفري 1989 وكان برنامجها أكثر طموحا، فقد مست الخوصصة 209 شركة حتى نهاية 2007 من خلال 418 عملية (مقابل 72 شركة و 111 عملية في المغرب) إلا أن حصيلة الخوصصة عن طريق بورصة تونس كانت ضعيفة، فقد حصلت تونس من خلالها فقط 3.12% من مجموع مداخيل الخوصصة التي بلغت 5700 مليون دينار تونسي في نهاية 2007. وقد اقتصرت عمليات الخوصصة عن طريق البورصة سنتي 1994 و 1995 والفترة الممتدة من 1999 إلى نهاية 2001، مما يفسر أن تأثيرها على أهم متغيرات البورصة خلال هذه الفترات رغم أنه كان واضحا إلا أن ذلك أقل بكثير مما هو في المغرب. أما في الجزائر فقد صدر قانون الخوصصة سنة 1995، لكن حتى الآن مازالت الخوصصة بما تحمله من معنى التحول من القطاع العام إلى القطاع الخاص في بدايته. وفيما يخص الخوصصة عن طريق بورصة الجزائر فقد شملت 03 شركات سنة 2001، ولم تسجل أية عملية للخوصصة من خلالها منذ هذا التاريخ، ولا زالت بورصة الجزائر التي دخلت في ركود كبير بعيدة من أن تقوم بدورها في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية .

الخاتمة

في ختام هذا البحث، يمكن القول أن عملية خوصصة المؤسسات العمومية في دول المغرب العربي: المغرب، تونس، والجزائر تطرح كإحدى الخيارات الإستراتيجية في مجال الإصلاحات التي عرفتها المؤسسات العمومية في هذه الدول وهي بذلك تشكل القطيعة بين مرحلة الاقتصاد المخطط واقتصاد السوق، غير أنها تعتبر في ذات الوقت كحتمية أملتها ظروف العولمة وضغوطات صندوق النقد الدولي والبنك العالمي باتجاه النظام العالمي الجديد.

لقد تعددت دوافع الخوصصة بين عملية وفلسفية، إلا أن أكثرها أهمية ما يمكن أن تحققه من آثار إيجابية على النمو الاقتصادي وزيادة الكفاءة في استخدام الموارد المتاحة والتخفيف من الضغوطات المتنامية على الموازين الداخلية والخارجية، والقضاء على الأمراض الاجتماعية كالرشوة والتواكل وعدم محاسبة المخطئين. لكن مع تزايد الدعوة على تأكيد الآثار الإيجابية للخوصصة في المجال الاقتصادي تتزايد المخاوف من آثارها الاجتماعية السلبية من مثل تزايد الفجوة بين الفقراء والأغنياء وتزايد البطالة. فالخوصصة يمكن أن تكون أسلوبا اقتصاديا فعالا بشرط توفير الظروف الاقتصادية الملائمة، بالإضافة إلى الظروف غير الاقتصادية من استقرار سياسي وتوفير القوانين التي تضمن حقوق الملكية وتنظيم تداولها وسلامتها، ومراعاة البعد الاجتماعي من حيث الآثار الناجمة عنها، فعلى حكومات الدول المعنية العمل على ضمان حقوق العمال الذين تم تسريحهم واستمرارها في ممارسة دورها كموجه عام لعملية التنمية ولو نسبيا بالاستمرار في إقامة المشاريع الإنمائية التي يحجم عنها القطاع الخاص.

ولاختيار الأسلوب الملائم للخوصصة، يجب على الحكومة الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من العوامل أهمها الأهداف المرجوة من هذه السياسة وخصائص المؤسسات المطروحة للبيع. وبالنسبة للخوصصة عن طريق السوق المالية فهي تلائم هدف توسيع قاعدة الملكية وتنشيط سوق الأوراق المالية نفسها. أما المؤسسات التي يلائمها هذا الأسلوب فهي المؤسسات كبيرة الحجم والتي تتميز بقدر معين من الربحية تسمح لها بدخول السوق، والمؤسسات التي ترغب الدولة في خوصصتها جزئيا أو كليا على عدة مراحل.

ويعتبر المغرب الدولة الرائدة في تطبيق هذه الإستراتيجية على المستوى المغاربي رغم أن برنامجه المتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية أقل طموحا من نظيره في تونس، فقد استعملت كل من بورصتي الدار البيضاء وتونس كتقنية في خوصصة المؤسسات العمومية في إطار برامج التعديل الهيكلي ، رغم أن مساهمتها مازالت ضعيفة في تونس سواء من حيث عدد الشركات المعنية أو من حيث المداخيل المحصلة، واقتصارها على فترات زمنية محدودة بالإضافة إلى عدم إدراج الشركات الأكبر حجما في الاقتصاد التونسي في هذه العملية. لكن عرفت جميع العمليات في كلا البلدين نجاحا كبيرا وإقبالا جماهيريا واسعا. أما السوق المالية في الجزائر والتي كانت نشأتها في إطار برنامج الإصلاح

الاقتصادي فقد عرفت انطلاقة صعبة أعاقت سير عملها، انحصرت في الظروف الاقتصادية والسياسية للبلد، وغياب ثقافة البورصة لدى المتعاملين الاقتصاديين وجمهور المستثمرين بسبب حداثة الفكرة لديهم وعدم وضوحها، بالإضافة إلى ضعف الوساطة المالية في الاستثمار في الأوراق المالية ونقص تخصصها. وقد اقتصرت عمليات الخوصصة من خلالها على ثلاث عمليات جزئية خصت ثلاث شركات، الشيء الذي ساهم في إحجام شركات القطاع الخاص نفسها عن إدراج أسهمها في هذه السوق، وجعل من السوق المالية هيكلا جامدا لا يلعب دوره في توفير التمويل طويل الأجل للمشاريع ، الأمر الذي يتطلب إعادة النظر في هذه السوق باقتراح الحلول التي تمكنها من أن تكون وسيلة لخوصصة المؤسسات العمومية و تدفع بالشركات إلى إدراج أوراقها المالية في البورصة، وتوجه الادخارات نحو هذه السوق.

النتائج العامة للبحث:

من خلال مناقشة محتويات فصول البحث بالدراسة والتحليل، تم التوصل إلى النتائج التالية، والتي بعضها صحة فرضيات هذا البحث:

1- تلعب السوق المالية دورا كبيرا في تنفيذ ونجاح إستراتيجية الخوصصة، وهذا الدور ينبع من إمكانية استعمالها كتقنية في هذا الصدد تتمتع بمجموعة من المزايا أهمها إمكانية مساهمة الجمهور الواسع وأصحاب المدخرات الصغيرة، وتعدد المستثمرين خاصة عند وضع سقف معين لعدد الأوراق المالية التي يمكن شراؤها من طرف كل مستثمر وبالتالي توسيع قاعدة الملكية وتجنب نشوء الاحتكارات، وهذا بدوره يؤدي إلى تجنب المعارضة الشديدة من طرف العمال والنقابات والأحزاب السياسية.

2- رغم أن الخوصصة عن طريق السوق المالية هي تقنية إلى جانب الأساليب الأخرى التي يمكن استخدامها في الخوصصة، إلا أن تنفيذ هذه الإستراتيجية يقتضي في جميع الأحوال وجود سوق مالية تعمل على توفير التمويل اللازم للمؤسسات العمومية، لأن خوصصتها يعني تخلي الدولة عن ضمان القروض البنكية التي تحصل عليها هذه المؤسسات، بالإضافة إلى ضرورة إتاحة الفرصة للمستثمرين للتصرف في أسهمهم بالبيع والشراء، وضمان سيولة الأوراق المالية. فبرامج الإصلاح الاقتصادي وخوصصة المؤسسات العمومية تتطلب في جميع الأحوال وجود سوق مالية عميقة ونشيطة حتى تتحقق الأهداف المرجوة منها.

3- إن الإصلاحات التي عرفتها السوق المالية في المغرب وتونس وخاصة الإصلاحات الجبائية مكنت هذه الأسواق من المساهمة في الإصلاحات الاقتصادية التي انتهجها البلدان، ومن ضمن ذلك مساهمتها في خوصصة المؤسسات العمومية، رغم أن مساهمتها مازالت متواضعة في المغرب وضعيفة في تونس. فقد مكنت بورصة الدار البيضاء

من تحصيل نسبة مهمة من مداخيل الخوصصة تجاوزت 19% في نهاية 2007 وخصت 10 شركات من مجموع 72شركة (13.8%). أما حصيلة الخوصصة عن طريق بورصة تونس فقد بلغت فقط 3.12% من مجموع مداخيل الخوصصة خلال نفس الفترة وشملت 12 شركة (5.74% من مجموع الشركات)، رغم أن برنامج الخوصصة في هذا البلد هو الأكثر طموحا في المغرب العربي، حيث خص 209 شركة حتى نهاية 2007.

4- هناك تأثير متبادل بين تطور برنامج الخوصصة وتطور السوق المالية. فهذه الأخيرة باعتبارها إحدى طرق الخوصصة تتمتع بمجموعة من المزايا تساهم في تنفيذ ونجاح هذه السياسة. تؤدي عمليات الخوصصة نفسها إلى زيادة عمق واتساع السوق المالية من خلال زيادة عدد الشركات المدرجة ورسملة البورصة وأحجام التداول، الشيء الذي يساهم بالإضافة إلى التحفيزات الأخرى في دخول شركات القطاع الخاص و إنعاش البورصة وجعلها أكثر استعدادا لتنفيذ عمليات جديدة للخوصصة.

5- إن تأثير حجم الشركات المخوصصة عن طريق السوق المالية على هذه الأخيرة أكبر بكثير من تأثير عدد العمليات، خاصة من خلال تأثيره على رسملة البورصة وأحجام التداول. ففي تونس استبعدت الشركات كبيرة الحجم من هذه التقنية (شركات الاتصالات، الكهرباء، الطاقة، الإسمنت...) مما جعل عمليات الخوصصة لا تؤثر بشكل كبير على السوق المالية. أما في المغرب فقد أدرجت هذه الشركات منذ البداية (خاصة شركة تكرير النفط). أما شركة اتصالات المغرب التي خضعت للخوصصة منذ 2004 فقد رفعت لوحدها رسملة بورصة الدار البيضاء بـــ35% في 2005.

6- رغم أن السوق المالية تساهم في نجاح عمليات الخوصصة وتتأثر بها، إلا أن استعمالها كتقنية في هذا الصدد يتطلب حدا أدنى من التطور في هذه السوق يمكن من استيعاب الأسهم المطروحة. فقد عرفت جميع عمليات الخوصصة عن طريق بورصتي الدار البيضاء وتونس نجاحا كبيرا وإقبالا جماهيريا واسعا، إلا أن تردد الدولتين في تنفيذ مزيد من عمليات الخوصصة من خلال هذه الطريقة يرجع لمحدودية السوقين، فرغم التطور الملموس فيهما مقارنة مع سنوات ما قبل الإصلاح، يبقى حجمهما ضيقا نظرا لعدد الشركات المقيدة والذي بلغ 73 في المغرب و51 في تونس في نهاية 2007.

7- إن نشأة السوق المالية في الجزائر كان ضرورة لابد منها بعد الشروع في الإصلاحات الاقتصادية، إلا أنها عرفت انطلاقة صعبة أعاقت سير عملها بسبب الظروف الاقتصادية والسياسية للبلد، وغياب ثقافة البورصة لدى المتعاملين الاقتصاديين وجمهور المستثمرين بسبب حداثة الفكرة لديهم وعدم وضوحها، بالإضافة إلى ضعف الوساطة المالية في الاستثمار في الأوراق المالية ونقص تخصصها، وقد اقتصرت عمليات الخوصصة من خلالها

على ثلاث عمليات جزئية خصت ثلاث شركات، الشيء الذي ساهم في إحجام شركات القطاع الخاص نفسها عن إدراج أسهمها في هذه السوق، وجعل من السوق المالية هيكلا جامدا لا يلعب دوره في توفير التمويل طويل الأجل للمشاريع.

8- يمكن لبورصة الجزائر الاستفادة من التجربتين المغربية والتونسية في إصلاح السوق المالية خاصة في مجال التحفيزات الجبائية للشركات المقيدة وتحسين ظروف الوساطة المالية، وخوصصة مزيد من المؤسسات العمومية من خلالها، خاصة مع تردد شركات القطاع الخاص في إدراج أسهمها في تسعيرة البورصة، وهو ما يبدد الشكوك والمخاوف لديها.

التوصيات والاقتراحات:

من خلال دراسة الخوصصة والأسواق المالية في الدول المغاربية: المغرب، تونس والجزائر، ونظرا للتفاوت في درجة النمو خصوصا بين السوق المالية الجزائرية والسوقين المغربية والتونسية، بالإضافة إلى التفاوت في درجة تقدم برامج الخوصصة يجعلنا نطرح اقتراحات وحلول متفاوتة بالنسبة لهذه الأسواق:

فبالنسبة للمغرب وتونس:

1- الاستمرار في الإصلاحات الاقتصادية التي من شأنها إيجاد قاعدة صلبة ومتوازنة للاقتصاد الكلي على أساس تحقيق مؤشرات مماثلة للمقاييس الدولية، خاصة فيما يتعلق برفع معدل النمو وتخفيض نسبة التضخم والحد من العجز في الميزانية العمومية.

2- تنفيذ مزيد من عمليات الخوصصة عن طريق السوق المالية، لأن الأمل في تطوير هذه السوق في البلدين يبقى في برنامج الخوصصة بما يسمح بزيادة عدد الشركات المدرجة ورسملة البورصة والأوراق المالية المتداولة. فإذا علمنا أن برنامج الخوصصة في المغرب مس 72 شركة حتى نهاية 2007 من مجموع 114 شركة طرحت للخوصصة. وأن 4 شركات فقط مستها عملية الخوصصة من مجموع 17 شركة طرحت للخوصصة خلال سنة 2007 في تونس، نجد أن الفرصة مازالت قائمة في البلدين لإجراء عدة عمليات عن طريق السوق المالية. خاصة مع نجاح العمليات التي تمت في السابق.

3- اختيار مؤسسات كبيرة الحجم معروفة لدى الجمهور وتعمل في قطاعات حيوية في الاقتصاد، وذلك للخوصصة كليا أو جزئيا لأن تأثيرها على نمو السوق المالية كبير جدا خاصة بالنسبة لتونس التي استبعدت هذه الشركات من الخوصصة (الاتصالات، الطاقة، الكهرباء)، أو من الخوصصة عن طريق البورصة (شركات الإسمنت). إن الخوصصة التدريجية في المغرب لشركة اتصالات المغرب (IAM) منذ 2004 والخوصصة الجزئية

في تونس لشركة الفضاء التونسية (Tunisair) سنة 1995 تعتبر أفضل الأمثلة لنجاح هذه العمليات وتأثيرها على السوق المالية.

4- فتح رأسمال المؤسسات المطروحة للخوصصة بين مستثمرين إستراتيجيين (مجمعات خاصة، مستثمرون مؤسساتيون) بما لا يقل عن 50% مع إتاحة فرصة أكبر للجمهور الواسع (ما لا يقل عن 30%)، وذلك بغرض ضمان نواة مساهمة صلبة واستمرار المشروع من جهة، وضمان المساهمة الشعبية ومساهمة أصحاب المدخرات الصغيرة من جهة أخرى بما يضمن توسيع الملكية.

5- في إطار الخوصصة عملت كل من تونس والمغرب على تشجيع الاستثمار الأجنبي من خلال الإصلاحات التشريعية. في هذا الصدد يمكن الاستفادة من تجارب بعض الدول المتقدمة (بريطانيا مثلا) وبعض الدول العربية (الكويت مثلا) في وضع سقف معين لمساهمة الأجانب بما يضمن عدم السيطرة الأجنبية على المشاريع المحلية وبالتالي استبعاد مزايا توسيع الملكية.

6- يلاحظ في الأسواق المالية للبلدين نقص كبير في المعروض من الأوراق المالية مقارنة مع ما يجب أن تكون عليه سوق مالية عرفت نشأتها منذ سنوات عديدة، كما أن زيادة عدد الشركات المقيدة في البورصة ليس هدفا في حد ذاته بقدر ما هو وسيلة لزيادة عرض الأوراق المالية بما يجلب مزيد من المدخرات إليها تمكن من استيعاب الإصدارات الجديدة والأوراق المالية للشركات المطروحة للخوصصة، وعلى الدولتين زيادة هذا المعروض من خلال عدة أساليب أهمها:

- تشجيع دخول مزيد من الشركات الخاصة والإصدارات الجديدة لشركات المساهمة، فالاقتصاد في كلا البلدين يتوفر على الكثير من الشركات التي تتوفر فيها شروط الدخول إلى السوق المالية لكنها مازالت مترددة في فتح رأسمالها للجمهور. في هذا الصدد يمكن مواصلة التحفيزات الجبائية المصاحبة لإدراج الشركات، أو زيادة العبء الضريبي على الشركات التي تبقى مغلقة في إطار الطابع العائلي.
- تجزئة القيمة الاسمية للأوراق المالية المسعرة وتنويع هذه الأوراق (أسهم ذات أولوية التوزيع، أسهم بدون حق التصويت...)، وتطوير منتوجات مالية جديدة (المشتقات)، بهدف جلب صغار المدخرين وإتاحة الفرصة لمختلف المستثمرين للمفاضلة بين العوائد والمخاطرة.
- تطوير مهنة الوساطة المالية وعدم اقتصارها على البنوك والمؤسسات المالية لأن هذه الأخيرة تميل إلى الاستثمار في الأوراق المالية لحسابها الخاص، وهي بذلك تعرقل انتشار وتداول هذه الأوراق.

أما بالنسبة للجزائر:

1- متابعة برنامج الإصلاح الاقتصادي بشكل يسمح بتحقيق التوازنات الاقتصادية وتخفيض نسبة التضخم، ومحاربة الاقتصاد الموازي من خلال تنظيم مهنة الضريبة بشكل يعمل على تبسيط الجباية ورفع مردوديتها دون المساس بمبدأ العدل الجبائي. بالإضافة إلى تخفيض معدلات الفائدة بما يسمح بتحول التوظيفات المصرفية إلى الاستثمار في السوق المالية.

2- الاعتقاد بأهمية وجود سوق مالية في الاقتصاد تكون بديلا للتمويل المباشر، والعمل على إصلاحها وتطويرها بالاعتماد على خبرات الدول المجاورة والخبرات الدولية خاصة في مجالات الوساطة المالية وخوصصة المؤسسات العمومية.

3- إصلاح النظام المعلوماتي ونشر ثقافة البورصة بين مختلف المتعاملين الاقتصاديين سواء كانوا طالبين أم عارضين، وذلك من خلال بث الحصص المتلفزة الخاصة بالسوق المالية، نشر صحف مالية مختصة، وترسيخ هذه الثقافة لدى الطلبة في المؤسسات التربوية والجامعات. كما يجب على لجنة تنظيم عمليات البورصة الاضطلاع بمهامها في تبديد المخاوف التي تؤثر على الاستثمار في البورصة.

4- الاستفادة من التجربتين المغربية والتونسية في مجال التحفيزات الجبائية التي تدفع الشركات الخاصة إلى فتح رأسمالها للجمهور والتحول من شركات ذات مسؤولية محدودة إلى شركات ذات أسهم. من أهم هذه التحفيزات: تخفيض الضرائب على أرباح الشركات ومنح إعفاءات ضريبية مؤقتة للشركات التي تدرج أسهمها في البورصة.

5- تجزئة سوق البورصة مستفيدة في هذا الصدد من تجارب المغرب، تونس، مصر، والأردن. حيث يمكن إحداث سوق غير رسمية تكون شروط الإدراج فيها أخف من شروط الإدراج في السوق الرسمية بهدف تمكين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الحصول على التمويل تمهيدا لإدراجها في السوق الرسمية.

6- يبقى الأمل دائما في تطوير السوق المالية في الجزائر على خوصصة المؤسسات العمومية، ولا يمكن ذلك إلى من خلال خوصصة المؤسسات التي تتميز بالمراكز المالية الجيدة عوض خوصصة المؤسسات المفلسة التي تحول دون تطور سوق البورصة. في هذا الصدد نوصي بخوصصة جزئية لشركات القطاعات التي بإمكانها إعطاء دفع لتطور السوق المالية مثل قطاعات النقل الجوي، الاتصالات، المؤسسات المالية. والاستفادة من بعض التجارب العربية في هذا المجال (المغرب، تونس، السعودية، والأردن)، وذلك بطرح نسبة مابين 20% و 40% من رأس المال الاجتماعي لهذه المؤسسات للتداول في البورصة ، ثم مواصلة عمليات خوصصتها بحسب ما تسفر عنه نتائج

العمليات السابقة سواء بالنسبة لشركة معينة أو بالنسبة لقطاع معين. وهناك مؤسسات طرحت للخوصصة وتتوفر فيها هذه الشروط (القرض الشعبي الجزائري، اتصالات الجزائر).

7- تشجيع الخوصصة من خلال بيع الأسهم لمستثمر أجنبي إستراتيجي(من 50% إلى 60% من رأس المال) وذلك يسمح بجذب الاستثمار الأجنبي وتوفير النقد الأجنبي. في إطار الاستفادة من التجارب المغاربية، يمكن لعمليات الخوصصة الجزئية على عدة مراحل أن تعطي ضمانات لمتعاملين أجانب بإمكانية أخذ الأغلبية في مؤسسات هامة (مثل تحصل الشركة الفرنسية فيفندي على 35% من أسهم شركة اتصالات المغرب، ثم حصولها على 16% من أسهم الشركة نفسها).

8- بالنسبة للمؤسسات التي تمت خوصصتها بالفعل، نوصي بطرح أجزاء أخرى من رأسمالها في البورصة. و بالنسبة للمؤسسات كبيرة الحجم والحساسة في الاقتصاد الوطني (الطاقة) فنوصي بفتح جزء من رأسمالها للجمهور الواسع والمستثمرين(من 10% إلى 20%). فهذه العمليات بإمكانها التأثير بشكل كبير على رسملة البورصة وأحجام التداول.

9- **آفاق الدراسة:**

كانت هذه أهم التوصيات والاقتراحات التي نراها مهمة في تفعيل عملية الخوصصة عن طريق السوق المالية .بما يسمح بالاستفادة من التأثير المتبادل بين عمليات الخوصصة ونمو الأسواق المالية في الدول المغاربية: المغرب، تونس والجزائر، وهذا بدوره يدفعنا لطرح تساؤلات أخرى مثل: هل تتوفر شروط الكفاءة في الأسواق المالية المغاربية؟ وهل يمكن الحديث عن تكامل بين هذه الأسواق؟

المراجع

أولا: باللغة العربية:

- **الكتب:**

1- أحمد بوراس: أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002.

2- أحمد سعد عبد اللطيف: بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.

3- أحمد ماهر، دليل المدير في الخصخصة: الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.

4- بلعزوز بن علي: محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية،الجزائر، 2006.

5- جاسم مجيد: المديرون والمنظمات في ظل المتغيرات العالمية، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2005.

6- جون دوناهيو: قرار التحول إلى القطاع الخاص- غايات عامة ووسائل خاصة-، ترجمة محمد مصطفى غنيم، الجمعية المصرية لنشر المعرفة والثقافة العلمية، القاهرة، 1991.

7- حسين بن هاني: الأسواق المالية(طبيعتها- تنظيمها- أدواتها المشتقة)، دار الكندي، 2002.

8- حسين عمر: الجات والخصخصة، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 1997.

9- حمزة محمود الزبيدي: إدارة الاستثمار والتمويل، دار عمان للنشر والتوزيع، عمان 2000.

10- رفعت عبد الحميد الفاعوري: تجارب عربية في الخصخصة، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2004.

11- سعيد النجار: التخصيصية والتصحيحات الهيكلية في البلاد العربية، صندوق النقد العربي، 1998.

12- سعيد توفيق عبيد: الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998.

13- شاكر القزويني: محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، 2000.

14- شذا جمال خطيب: العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا للنشر، عمان، 2002.

15- شمعون شمعون: البورصة –بورصة الجزائر-، دار هومة، 2005.

16- صلاح الدين حسن السيسي: بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر، مصر، 2003.

17- صلاح الدين حسن السيسي: قضايا اقتصادية معاصرة (دراسات نظرية وتطبيقية)، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2002.

18- صلاح عباس: الخصخصة (المصطلح والتطبيق)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.

19- ضياء مجيد الموسوي: العولمة واقتصاد السوق الحرة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2005.

20- ضياء مجيد الموسوي: الخوصصة والتصحيحات الهيكلية (آراء واتجاهات)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
21- طارق عبد العال حماد: المشتقات المالية (المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
22- الطاهر لطرش: تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
23- عادل محمد رزق: الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية، دار طيبة للنشر والتوزيع، 2004.
24- عبد العزيز سالم بن حبتور: إدارة عمليات الخصخصة وأثرها في اقتصاديات الوطن العربي، دار صفاء للنشر و التوزيع، الأردن، 1997.
25- عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص: أسواق المال وتمويل لمشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
26- عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص: البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
27- عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص: مذكرات في الأسواق والمؤسسات المالية، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 1995.
28- عبد الغفار حنفي: أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
29- عبد الغفار حنفي: بورصة الأوراق المالية(أسهم-سندات-وثائق استثمار-الخيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.
30- عبد الله ساقور: الاقتصاد السياسي، دار العلوم، عنابة، 2004.
31- عبد المجيد قدي:المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية (دراسة تحليلية تقييمية)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
32- عبد النافع الزري وغازي فرج: الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2001.
33- علي خليفة الكواري: دور المشروعات العامة في التنمية الاقتصادية، عالم المعرفة، الكويت، 1981.
34- محفوظ جبار: الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار هومة.
35- محفوظ جبار: البورصة وموقعها من أسواق الأوراق المالية، دار هومة، 2002.
36- محفوظ جبار: تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة، 2002.
37- محمد رياض الأبرش و نبيل مرزوق: الخصخصة (آفاقها وأبعادها)، دار الفكر، دمشق، 2002.
38- محمد سويلم: إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، مصر.
39- محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد: بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.

40- محمد صالح الحناوي وعبد الفتاح عبد السلام: المؤسسات المالية(البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.

41- محمد صالح الحناوي: تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.

42- محمد عبد الله الظاهر: الضرورات التي تفرضها سياسة الخصخصة في مجال علاقات العمل، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت.

43- محمد عثمان إسماعيل: أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، مصر، 1993.

44- منير إبراهيم هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية.

45- منير إبراهيم هندي: أساليب وطرق خصخصة المشروعات العامة(خلاصة الخبرات العالمية)، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 1995.

46- منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.

47- منير إبراهيم هندي: الخصخصة: خلاصة التجارب العالمية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2004.

48- منير إبراهيم هندي: صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1994.

49- ناصر دادي عدون وشعيب شنوف: الحركة الاقتصادية في الدول النامية بين عالمية مالك بن نبي و العولمة العربية، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2003.

- **الرسائل والمذكرات:**

1- كريمة منصر: السوق المالية، نشأتها وإجراءات تحسين سير عملها في الدول المغاربية–المغرب،تونس،والجزائر–، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2002.

2- وليد أحمد صافي: الأسواق المالية العربية –الواقع والآفاق–، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2003.

- **البحوث والمجلات:**

1- رضا محمد سعد الله: "أساليب الخوصصة وتقنياتها مع إشارة خاصة إلى التجربة التونسية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، عدد 04، 2005.

2- رياض دهال وحسن الحاج: "حول طرق الخوصصة"، بحث مقدم إلى المعهد العربي للتخطيط بالكويت.

3- سعد بشاينية: " المؤسسات العمومية، نهاية أسطورة: التشغيل السيئ المتعلق بسلوك المسيرين"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة، عدد 20، 2003.

4- صالح صالحي:"دور الدولة في الحياة الاقتصادية"،مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،جامعة سطيف، عدد 04،2005.
5- عبد الرزاق خليل ومحمد زقون: "أثر التغير في نمط الملكية على الأداء المالي للمؤسسات"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، عدد 03، 2005.
6- مسعود كسرى: "التحرر الاقتصادي والخوصصة"، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، جامعة ، عدد 12، 2005.
7- المنصف عباس: "تجربة تونس في الإصلاح الهيكلي والخوصصة"، في « الإصلاحات الاقتصادية وسياسات الخوصصة في البلدان العربية»، بحوث الندوة الفكرية التي نظمها المركز الوطني للدراسات والتحاليل الخاصة بالتخطيط، الجزائر، 1999.

- **الملتقيات:**

1- الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، جامعة سطيف، من 03 إلى 07 أكتوبر 2004.
2- الملتقى الدولي حول الاقتصاد الجزائري في الألفية الثالثة، جامعة البليدة، يومي 21 و 22 ماي 2002.
3- الملتقى الدولي حول الجزائر والعولمة، جامعة قسنطينة، أيام 22 و 23 نوفمبر 1999.
4- الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات- دراسة حالة الجزائر والدول النامية -، جامعة بسكرة، يومي 21 و 22 نوفمبر 2006.
5- الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، 17-2006/04/18.
6- الملتقى الوطني الأول حول الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر، المركز الجامعي ببشار، يومي 20 و 21 أفريل 2004.
7- الندوة العلمية الدولية حول التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية-الأوروبية، جامعة سطيف، 09-08 ماي 2004

- **التقارير**

1- صندوق النقد العربي: قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، عدد 52.
2- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: الاستعلام عن المؤتمن المركزي على السندات، 2004.
3- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: الاستعلام عن تنظيم اللجنة ومهامها وصلاحياتها، 2004.

- مواقع الانترنيت:

1- الإدارة العامة للتخصيص في تونس: http://privatisation.gov.tn

2- بورصة الجزائر، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: http://www.cosob.com.dz

3- بورصة الدار البيضاء: http:// www.Casablanca-bourse.com

4- بورصة تونس: http://www.bvmt.tn

5- وزارة الصناعة وترقية الإستثمار في الجزائر: http://www.mipi.dz

6- وزارة المالية والخوصصة في المغرب: http://www.Finances.gov.ma

ثانيا: باللغة الفرنسية:

- **Les ouvrages :**

4- Abdeladim (Leila) : Les privatisations d'entreprises publiques dans les pays du Maghreb arabe (Maroc-Tunisie-Algérie), Editions internationales, Paris, 1998.

5- Barre (Raymond) et Fontanel (Jaques):Principes de politique économique, OPU, Alger,1993.

6- Benissad (Hocine) : La réforme économique en Algérie (ou l'indicible ajustement structurel), OPU , 1991.

7- Dictionnaire de la finance et de la bourse, in Techniques et pratiques bancaires financières et boursières, collectif, Grand Livres Alger, 2003.

8- Dix grands problèmes économiques contemporains, collectif, OPU, Alger, 1993.

9- Fontanel (Jaques): Géoéconomie de la globalisation, OPU, Alger, 2005.

10- Lamy (Pierre) : Les bourses de valeurs, Economica, Paris, 1995.

11- Marie Henry (Gérard) : Les marchés financiers, Armond colin, Paris, 1999.

12- Ottavj (Christian) : Monnaie et financement de l'économie, Hachette, Paris, 1995.

13- Rezig(Abdelouhab) : Algérie Brésil Corée du Sud : trois expériences de développement, OPU, Alger, 2006

14- Sadi (Nacer- Eddine) : La privatisation des entreprises publiques en Algérie, OPU , Alger, 2006.

15- Sari (Mohamed) : Algérie horizon 2020, imprimerie Elmaaref, Annaba, 2002.

16- Savas E.S : privatisation et partenariats public-privé, traduit de l'américain par Michel Le Seac'h, Nouveau Horizon, Paris, 2002.

17- Silem (Ahmed) : Lexique d'économie, Dalloz, Paris, 2004.

18- Simon. Y : Encyclopédie des marchés financiers, Economica, Paris, 1997.

19- Spieser (Philippe) : Information économique et marchés financiers, Economica, Paris, 2000.

20- Stiglitz (Joseph) : La grande désillusion, Fayard, Paris, 2002.

21- Temmar (Hamid) : Les fondements théoriques du libéralisme, OPU, 2005.

- **Articles et revues :**

1- Bouguezzi (Fehmi) : Architecture du marché financier tunisien, http://www.mémoireonline.com, (07/11/2007).

2- Bouguezzi (Fehmi) : Evolution du marché financier tunisien, http://www.mémoireonline.com, (07/11/2007).

3- Bouguezzi (Fehmi) : Histoire de la bourse de Tunisie, http://www.mémoireonline.com, (07/11/2007).

4- Ferhi (Mohamed) et Belouad Ali (Nabil) : Type de propriété et performance des entreprises : évaluation par l'analyse multicritère, in Revue des économies nord africaines, université de Chlef, N°4 , 2006.

5- Mongi (Mokadem) : La privatisation est-elle un moyen de promotion des investissements- cas de la Tunisie-, http://www.Codesria.org, (04/05/2007).

6- Stratégica, revue mensuelle de business et de finance, N° 36, octobre 2007, p16

- **Séminaires :**

1- colloque internationale sur les économies de la privatisation et le nouveau rôle de l'Etat, université de Sétif, 03-07/10/2004.

- **Rapports :**

1- Bourse de Casablanca : Factbook, rapport annuel, 2005.

2- Bourse de Casablanca : résumés annuels 2003, 2005 et 2006.

3- Bourse de Tunisie : rapport annuel 2006.

4- COSOB : Guide de fonctionnement de la bourse, 2004.

5- COSOB : rapports annuels 2004 et 2005.

6- Ministère de l'économie et des finances au Maroc : Bilan du programme d'ajustement structurel, octobre 1995.

7- Ministère de l'économie, des finances et de la privatisation au Maroc : Evolution récent du secteur financier, 2001.

8- Ministère des finances et de la privatisation au Maroc : Analyse des performances des marchés financiers des pays signataires de l'accord d'Agadir, octobre 2006.

9- Ministère des finances et de la privatisation au Maroc : Privatisation (bilan et perspectives), décembre 2006.

10- Ordonnance N° 01/04 du 20 Aout 2001 relative à l'organisation, la gestion, et la privatisation des entreprises publiques économiques en Algérie.

فهرس الجداول:

فهرس الأشكال

الفهرس العام

ملخص :

ظهرت منذ مطلع السبعينات من القرن الماضي في الدول الغربية أزمة الكساد التضخمي التي لم يستطع التحليل الكينزي أن يجد لها التفسيرات والحلول المناسبة، وتجددت بذلك الدعوة إلى تقليص دور الدولة في النشاط الاقتصادي عبر تخفيض النفقات العامة وخوصصة المؤسسات العمومية. وقد لعبت الأسواق المالية دورا كبيرا في نجاح سياسات الخوصصة في هذه الدول خاصة في فرنسا وبريطانيا حيث تتمتع هذه الأسواق بدرجة عالية من التطور. في المغرب العربي لجأ كل من المغرب، تونس والجزائر منذ منتصف الثمانينات إلى برامج للإصلاحات الاقتصادية بضغط من صندوق النقد الدولي والبنك العالمي تحت تأثير أزمة المديونية وتراجع احتياطات الصرف في هذه الدول. لقد كانت الخوصصة أحد الأركان الرئيسية لهذه الإصلاحات، مما دفع بالمغرب وتونس إلى إصلاح السوق المالية في البلدين بما مكنها من المساهمة في خوصصة المؤسسات العمومية وتوفير التمويل اللازم لها، رغم أن مساهمتها مازالت متواضعة في المغرب وضعيفة في تونس. أما في الجزائر التي أنشأت هذه السوق في إطار الإصلاحات الاقتصادية فإن كلا من برنامج الخوصصة والسوق المالية مازال لم يحقق الأهداف المرجوة منه مقارنة مع المغرب وتونس.

الكلمات المفتاحية: الإصلاحات الاقتصادية، التعديل الهيكلي، الخوصصة، القطاع العام، القطاع الخاص، السوق المالية، بورصة الأوراق المالية.

Résumé :

Au début des années soixante-dix du siècle précédent, la crise de stagflation s'est déclenché dans les pays occidentaux. L'analyse keynésienne n'a pas pu trouver d'explications ni de solutions adéquates à cette crise. Par conséquent, l'appel à réduire le rôle de l'état dans l'activité économique a été renouvelé à travers la réduction des dépenses publiques et la privatisation des entreprises publiques. Les marchés financiers ont joué un grand rôle dans la réussite de la privatisation dans ces pays, particulièrement en France et en Angleterre ou ces marchés jouissent d'un développement à degré élevé. Au Maghreb Arabe, Le Maroc, La Tunisie et L'Algérie ont, depuis le milieu des années quatre-vingt, recourai à des programmes de réformes économiques sous la pression de Fonds Monétaire International et la Banque Mondiale sous l'influence de la crise de la dette extérieure et la récession des réserves de change dans ces pays. La privatisation a été l'un des piliers principaux de ces réformes, ce que a conduit le Maroc et la Tunisie à entamer des réformes au niveau de leurs marchés financiers. Ceci a donné la possibilité à la collaboration dans la privatisation des entreprises publiques et à garantir leur financement. Cependant, ces collaborations restent toujours modestes au Maroc et d'un degré faible en Tunisie. Quant à l'Algérie, qui a fondé ce marché dans le cadre des réformes économiques, les programmes de la privatisation et de marché financier n'ont pas encore atteint leurs objectives visés en comparaison avec le Maroc et la Tunisie.

Mots clés: Réformes économiques, Ajustement structurel, Privatisation, Secteur publique, Secteur privé, Marchés financiers, Bourse des valeurs mobilières.

Abstract :

At the beginning of seventies of the last Century, stagflation crisis was appeared in occidental countries. Keynesian analysis could not find explanations nor appropriate solutions to this crisis. Thus, a call to contract the state rôle in the economic activity was renewed via the reduction of public expenditures and the privatization of public firms. Financial markets had played a great rôle in the success of privatization in these countries, especially, France and England where those markets had achieved a high degree of development. In Arab Maghreb: Morocco, Tunisia and Algeria had, since the middle of eighties, resorted to economic reform programs under the pression of International Monetary Fund and World Bank, in addition to the impact of dept crises and change reserves regression in these countries. Privatization was one of the principal pillars of these reforms. This leads Morocco and Tunisia to establish reforms into their financial markets Unfortunately, these collaborations are still modest in Morocco and slight poor in Tunisia. As for Algeria, which had established this market in the context of economic reforms, privatization and financial market programs have not yet achieved their target objectives comparatively to Morocco and Tunisia.

Key words: Economic reforms, Structural adjustment, Privatization, Public sector, Private sector, Financial market, Stock Exchange of mobile values.